

YHTIÖOIKEUDELLINEN UUDELLEENJÄRJESTELYMENETTELY

*Suoja hold-out -positioiden väärinkäyttöä vastaan yhtiön
velkaan tai osakkeeseen perustuvan yhteisen
taloudellisen intressin turvaamiseksi*

Matti Engelberg

Yliopistollinen väitöskirja, joka Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi yliopiston Metsätalon salissa 1, perjantaina 8. marraskuuta 2019 klo 12.

Helsinki 2019

ISBN 978-951-51-5548-1 (Paperback)

ISBN 978-951-51-5549-8 (PDF)

Printed by Unigrafia Oy, Helsinki, 2019

All rights reserved (Matti Engelberg)

“The rule of law is held to be not only good in itself, because it embodies and encourages a just society, but also as a cause of other good things, notably growth.”

— Tom Bingham

ABSTRACT

Scheme of Arrangement as a Company Law Framework

– Protection Against Abuse of Holdout Positions for a Company and its Key Stakeholders

The dissertation discusses the recent EU directive on preventive restructuring ('Directive on Preventive Restructuring', 2019/1023), its adoption in EU member states, and the English company law scheme of arrangement ('Scheme of Arrangement' or 'Scheme'), analysing the best preventive restructuring model for Finland and other Nordic countries. The principal method of the research is the regulation theory in law and economics; yet by using the comparative law method, optimal frameworks are outlined to develop, de lege ferenda, legislation for ensuring efficient legal protection against abuse of holdout positions relating to debt or equity instruments.

The English law Scheme of Arrangement is a court approved compromise or arrangement between a company and its shareholders or creditors or any class of them, that operates in a solvent or a financially distressed situation. When viewed from a Nordic and continental European perspective, the English regime is a highly flexible company law tool that can be used, among other things, in a preventive restructuring to protect a company and a majority of its same class debt holders from hold-out minority dissenters. Its increased importance as a tool for preventive restructuring coincides with the diversification of financing sources over the past decade since the financial crisis.

The economic impact of rescue and recovery frameworks in the EU has been analysed in the preparatory works of the Directive on Preventive Restructuring: an estimated 200 000 firms go bankrupt each year in the EU (this being 600 on a daily basis), resulting in 1.7 million direct job losses every year. According to the reasoning of the preparative works, a significant percentage of firms and related jobs could be saved, if preventive procedures existed in all Member States.

Scheme of Arrangement framework is analysed in the research also from an insolvency law viewpoint. This is important, particularly as the new Directive on Preventive Restructuring derives from the insolvency law angle. Hence, the directive is setting standards for minimum harmonisation, and emphasises flexibility for the Member States to have several frameworks available. Further flexibility may be provided, inter alia through company law, as such a framework would be available for a company and its stakeholders, in case there is any need for a compromise or arrangement between the company and its shareholders or creditors or any class of them.

The principal thesis of the dissertation is that the current Finnish and Nordic legislation does not provide adequate protection for a company and its key stakeholders against abuse of holdout positions by the minority of any same class finance instrument. Both the US and the English law provide such workout-tools, which would be useful for the Nordic jurisdictions as well. An availability of a workout-framework for restructuring has been outlined in a study of the European Law Institute as an important element in law. This would safeguard, that only creditors, whose rights would be altered, would be involved in the court process, and the company would otherwise be able to continue its' operations without interference.

The recent Finnish and Swedish legal writing on insolvency law has analysed debt to equity swaps, i.e. possibilities, in an insolvency scenario, to swap debt into equity, also against the will of the existing shareholders. Finnish Government has also conducted an international comparative study on debt-to-equity conversion as part of the Government's analyses and research activities. Under English law, Schemes of Arrangement provide a useful tool for the debt-to-equity swaps in insolvency, but still protect the interests of all stakeholders amicably. Hence, Scheme of Arrangement framework could provide a solution to this practical problem with the current Nordic legislation.

As a conclusion, the dissertation presents a figure illustrating in a hypothetical showing the matrix of the financial and economic condition of a company and the related needs for preventive and restructuring legal frameworks for a company and its stakeholders. Based on the theory of path dependency, the author concludes that the legislative changes presented in the dissertation would be justified, as the estimated benefits of the reform would supersede the costs involved. Therefore, the legislators should consider the presented reform to company law, noting that this would require a good understanding of the fundamental changes. By doing so, the Finnish and Nordic legislators should be well positioned to follow the principles of the Directive on Preventive Restructuring.

ESIPUHE

Väitöskirjani taustalla on rahoitus juridiikan praktiikasta saamani kokemus erilaisten uudelleenjärjestelymekanismien tarpeellisuudesta ja hyödyllisyydestä omistaja-arvon ja velkojen oikeuksien turvaamisessa. Päätös ryhtyä kirjoittamaan väitöskirjaa aiheesta vahvistui vuosien aikana eri yhteyksissä kansainvälisten ammattilaisten kanssa käydyissä keskusteluissa.

Käynnistin väitöskirjatyöni kesällä 2016. Samana syksynä toimin väitösteemaani liittyen moderaattorina Scheme of Arrangement -menettelyä koskevassa Keskuskauppakamarin, Suomen Yhtiöoikeusyhdistyksen ja Insolvenssioikeudellisen yhdistyksen yhteisessä seminaarissa. Keskuskauppakamarin ohella molemmat mainitut yhdistykset ovat tärkeitä vaikuttajia lainsäädäntömme ammatillisessa kehittämisessä. Pääpuhujana seminaarissa oli Englannin High Courtin Financial List -tuomari, Sir Richard Snowden.

Tutkimukseni tavoitteena on ollut perehtyä seikkaperäisesti Ison-Britannian yhtiöoikeudessa erityisesti vuoden 2008 finanssimarkkinoiden kriisin jälkeen merkittävästi hyödynnettyyn Schemes of Arrangement -menettelyyn ja vertailla sitä muihin vastaaviin eurooppalaisiin ennaltaehkäiseviin rahoituksen uudelleenjärjestelymenettelyihin sekä tämän vertailun pohjalta hahmottaa ”tiekarttaa” tulossa olevalle Suomen oikeuden kehittämiselle.

Tutkimukseni aihe on ajankohtaisen, eurooppalaisen yritystoiminnan edellytysten parantamista tavoittelevan uuden lainsäädännön ytimessä. Tällaisesta ”liikkuvasta maalista” kirjoittaminen on aiheuttanut erityisiä haasteita, joiden ymmärtämiseksi lyhyt kuvaus tutkimusympäristön kehityksestä.

Tutkimukseni alkuvaiheessa, vuoden 2016 syksyllä, EU:n komissio julkisti ehdotuksen ennakkoiva uudelleenjärjestelymenettelyä käsitteleväksi direktiiviksi. Ehdotuksesta saatujen lausuntojen ja Euroopan parlamentin lainsäädäntövaiheiden jälkeen direktiivi astui, sisällöltään merkittävästi muokattuna, voimaan heinäkuussa 2019.

Vuonna 2017 julkaistiin 28 EU-jäsenmaan yhtiöoikeuden professoreista koostuvan asiantuntijaryhmän ehdotus jäsenmaiden lainsäädäntövalmistelua palvelevaksi eurooppalaiseksi malliosakeyhtiölaiksi (”EMCA”). Se sisältää myös version Scheme of Arrangement -menettelystä.

European Law Institute julkaisi vuonna 2017 kattavan vertailututkimuksen, jonka mukaan 10 EU-jäsenmaassa, ei kuitenkaan yhdessäkään Pohjoismaassa, on jo voimassa direktiivin tavoitteet täyttävä, yhtiön velkoihin kohdistuva ennakkoiva uudelleenjärjestelymenettely. Useimmissa näistä maista menettely perustuu kuitenkin maksukyvyttömyysoikeuteen.

Suomessa toteutettiin vuoden 2017 aikana oikeusministeriön ohjauksessa valtioneuvoston tutkimus-hankkeena kansainvälinen vertailututkimus velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyyden näkökulmasta. Tutkimuksen aihe sivusi keskeisesti väitösteemani ja minulla oli ilo

olla mukana sen ohjausryhmässä. Väitöstutkimukseni aihealue on siis ollut koko työn ajan merkittävien lainsäädäntömuutosten tai vähintään arvioinnin kohteena sekä koko EU:n alueella, että meillä Suomessa.

Tutkimusetiikan periaatteiden mukaisesti olen pyrkinyt tuomaan mahdollisimman avoimesti esiin kiinnostukseni sekä Ison-Britannian oikeuteen että sittemmin EMCA:an sisältyvään yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn. Olen parhaani mukaan pyrkinyt lähestymään teemaa oikeusvertailussa mahdollisimman objektiivisesti.

Väitöskirjan aiheen liittyessä keskeisesti Ison-Britannian oikeuteen, olen seurannut tiiviisti Brexit-kehitystä, jonka lopputulos ei ole kirjaani painoon jätettäessä tiedossa. Mietittäessä Ison-Britannian oikeuteen liittyvän järjestelmän omaksumista osaksi toisen maan oikeutta, Brexitin lopputuloksella ei kuitenkaan ole olennaista merkitystä – kysymyksen olisi hyvin toimivan mekanismin tuomisesta Suomen oikeuteen. Kansainvälisen teeman vuoksi käytän väitöskirjassa merkittävästi englannin kielisiä lähteitä. Jotta lukijalla olisi mahdollisuus luottaa tarkan ilmaisun säilymiseen, olen päätenyt lainaamaan lähteitä alkuperäiskielellä.

Seniorina rahoitusjuridiikan ammattilaisena on ollut varsin miellyttävää toimia yliopistolla nuorena tutkijana. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta on organisoinut tohtoriopintojen prosessin onnistuneesti kansainvälisesti suuntautuneeksi, väitöskirjan kirjoittamista tukevaksi kokonaisuudeksi.

Lästään riippumatta nuori tutkija tarvitsee tohtoriopintojen aikana paljon tukea. Minun on lämpimästi kiitettävä ohjaajaani, professori Seppo Villaa kannustavasta ja heikommalla hetkellä tutkijalle uskoa antavasta ohjauksesta. Professori Villan asiantuntemus yhtiöoikeuden ja laajemmin siviilioikeuden puolella on antanut minulle etuoikeutetun aseman saada ohjausta suoraan yhtiöoikeuden huipulta.

Kiitän professori Matti Rudankoa, että hän lupautui vastaväittäjäksi haasteelliseen teemaan liittyvässä tutkimuksessani, väitöskirjani sijoittuessa jonnekin yhtiöoikeuden ja maksukyvyttömyysoikeuden väliselle harmaalle alueelle. Laajan yhtiö- ja siviilioikeuden asiantuntemuksen omaava professori Rudanko toimi jo väitöskirjani toisena esitarkastajana, joten suhtaudun terveellä kunnioituksella, että pääsen puolustamaan väitteitäni hänen arvioimanaan.

Lämmin kiitos myös toiselle väitöskirjani esitarkastajalle, professori Tuomas Huplille. Professori Huplin ansiokkaasta tieteellisestä tuotannosta on ollut tutkimukselleni merkittävästi hyötyä. Professori Hupli on selvittänyt perusteellisesti maksukyvyttömyysoikeuden keskeisiä teoreettisia lähtökohtia.

Haluaisin myös kiittää professori Tuula Linnaa arvokkaista kommenteista, jotka ohjasivat teemaani liittyvän kansainvälisen artikkelin kirjoittamista, samoin professori Tuomas Ojasta hienoista keskusteluista, jotka auttoivat hahmottamaan väitöskirjani aiheeseen liittyviä valtiosääntöoikeudellisia omaisuudensuoja-kysymyksiä sekä professori Veikko Vahteraa avusta väitöskirjan ydinteemoissa.

Olen erittäin kiitollinen Koulutusrahastolle, Suomen Arvopaperimarkkinoiden edistämissäätiölle, Lauri Cederbergin rahastolle sekä Jenny ja Antti Wihurin rahastolle tämän väitöskirjan kirjoittamista varten saadusta tuesta.

Merkittävä joukko akateemisia vaikuttajia, kollegoita ja ystäviä on ollut kannustamassa kirjoitustyötäni eri vaiheissa. Mainitsen suuresta joukosta vain muutamia – GDPR-sääntöjä mukaillen – vain etunimillä: Richard, Klaus, Heikki, Timo, Heikki, Tuomo, Anders, Unto, Jari, Kaj, Klaus, Esa, Kirsti - kiitos teille ja kaikille muille nuoren tutkijan myötäeläjille.

Oikeustieteen väitöskirjoissa on harvemmin lopputulosta havainnollistavia kaavioita. Postuumi kiitos apelleni professori Tapani Purolalle lukuisista keskusteluista erilaisten systeemien hahmottamista ja järjestämistä. Ne toimivat kimmokkeena tutkimuksen loppuosassa olevalle kaaviolle potentiaalisista oikeudellisista menettelyistä ja niiden välisistä alueista.

Ilman kotijoukkojen tukea ja pitkämielisyyttä tätä kirjaa ei olisi. Tämä kirja on omistettu teille Eevakaisa, Anton ja Annamari.

Nuoksiossa, 15.9.2019

Lehman Brothersin konkurssin vuosipäivänä

Matti Engelberg

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
APR	Absolute priority rule
BIS	Bank for International Settlements
Code	The City Code on Takeovers and Mergers
CVA	Company Voluntary Arrangement
DIP	Debtor in possession
ECB	European Central Bank
ECM	Equity capital market
EIR	European insolvency regulation (EY 1346/2000)
EIS	Euroopan Ihmisoikeussopimus (laki 4.5.1990/438)
ELI	European Law Institute
EMCA	European Model Company Act
EMEA	Europe, the Middle East and Africa
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
FSB	Financial Stability Board 38, 57
ICMA	International Capital Market Association
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
KKO	Korkein oikeus
KL	Konkurssilaki (20.2.2004/120)
LMA	Loan Market Association
MBCA	Model Business Corporation Act
MJL	Laki velkojien maksunsaantijärjestyksestä (30.12.1992/1578)
MK	Maakaari (12.4.1995/540)
MSME	Micro, Small and Medium Size Enterprises
OM	Oikeusministeriö

OYL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PanttiLL	Laki panttilainauslaitoksista (18.12.1992/1353)
PL	Suomen perustuslaki (11.6.1999/731)
Recast EIR	Recast European insolvency regulation (EU 848/2015)
RPR	Relative priority rule
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamte Missionen (5.8.2009)
SOU	Statens Offentliga Utredningar
VN	Valtioneuvosto
VNK	Valtioneuvoston kanslia

KAAVIOLUETTELO

Kaavio 1. Uudelleenjärjestelymenettelyistä aikadimensioissa. (EU Commission, Discussion Paper 004/September, 2015).	s. 32
Kaavio 2. EU-valtioiden ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen yleisestä tehokkuudesta (Komission tiedonanto, COM/2016/0601 final).	s. 33
Kaavio 3. Rahoituksen välittäjien tasevarallisuuden kehitys (Financial Stability Board, 2019).	s. 39
Kaavio 4. Finanssisektorin ulkopuolisten yritysten pitkäaikaisten joukkolainojen ja lainojen käytössä olevien määrien kannan muutos (Expert Group of European Commission on European Corporate Bond Markets, 2017).	s. 55
Kaavio 5. Insolvenssijärjestelmän viitekehys (Uttamchandani, 2008).	s. 111
Kaavio 6. Saneerausmenettelyn pääpiirteittäinen kulku (Koulu, 2007).	s. 112
Kaavio 7. Insolvenssimenettelyihin liittyvän formaliteetin asteesta (World Bank Group, A Toolkit for Out of Court Workouts, 2016).	s. 117
Kaavio 8. Yhtiön arvostuksen ja taloudellisen ahdingon välinen riippuvuus (Beveridge, Hemming & Smith 2008).	s. 120
Kaavio 9. Insolvenssimenettelyihin ohjautuminen (Koulu, 2007).	s. 123
Kaavio 10. Menettely julkisessa ostotarjouksessa (Ojala, 2018).	s. 135
Kaavio 11. Menettely Scheme-perusteisessa julkisessa ostotarjouksessa (Ojala, 2018).	s. 135
Kaavio 12. Matriisikaavio potentiaalisista oikeudellisista menettelyistä yritykselle ja sen sidosryhmille (Engelberg, 2019).	s. 236

SISÄLLYSLUETTELO

OSA I TUTKIMUKSEN LÄHTÖKOHDAT	1
1. JOHDANTO	1
1.1 Tutkimuskohde	1
1.2 Keskeinen oletama: rahoituslähteiden hajautuminen ja sen aiheuttamat oikeussuojatarpeet	6
1.3 Tutkimusteema ja -väite	6
1.4 Tutkimuksen oikeustaloustieteelliset lähtökohdat	8
1.5 Maksukyvyttömyysoikeudellinen teoria tutkimukseen liittyen	12
1.6 Tutkimuksen teoria ja polkuriippuvuus	17
1.7 Yhtiöoikeuden päämies-agenttiteoria ja sopimusverkkoteoria sekä suhde riskiteoriaan	19
1.8 Tutkimuksen rajaukset	25
1.9 Metodologisia näkökohtia; oikeusvertailu, perusteltu de lege ferenda -malli	26
1.10 Ennaltaehkäisevän uudelleenjärjestelymenettelyn merkityksestä	29
1.11 Keskeinen lähdeaineisto	34
2. YLEINEN OSA	36
2.1 Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn suhde velkakonversioon	36
2.2 Yritysrahoituksen markkinaympäristön muutos kansainvälisen finanssikriisin 2008 jälkeen	38
2.3 Englannin oikeuden Schemes of Arrangement –menettely EU:n komission direktiiviehdotuksen mallina	39
2.4 Hollannin vireillä oleva esitys ”Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans” -lainsäädännöstä	41
2.5 Euroopan komission vuoden 2016 ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista; lopullinen direktiivi	42
2.6 Vertailu eräiden EU jäsenmaiden ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä	42
2.7 Ennaltaehkäisevän uudelleenjärjestelyn määrittely	46
2.8 Arvio yhtiöoikeudellisten ja insolvenssioikeudellisten menettelyjen eroista	47
2.9 Saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa esitetty uusi taksonomia	49
2.10 Tarvitaanko maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä prosessuaalisena edellytyksenä menettelyissä?	51
3. YRITYSRAHOITUKSEN MARKKINAYMPÄRISTÖN MUUTOS JA SIIHEN LIITTYVÄT UUDET OIKEUSSUOJATARPEET	52
3.1 Yritysten vieraan pääoman rahoituksen markkinan muutokset	52
3.2 Pankkirahoitus ja sen regulaatio	53
3.3 Joukkovelkakirjaperusteinen rahoitus	54
3.4 Kansainväliset velkarahoitusrahastot ja muu varjopankkitoiminta	57

3.5	Osakemarkkinoiden kehitys ja niiden merkityksen korostuminen vieraan pääoman markkinoiden muutosten kautta	58
3.6	Markkinaosapuolten toiminta; aktivistirahastojen lisääntynyt rooli markkinoilla	58
3.7	Julkiset ostotarjousmenettelyt ja niiden toteutus uudelleenjärjestelymenettelyn kautta	60
OSA II UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN KANSAINVÄLINEN TARKASTELU		61
1.	ENGLANNIN SCHEME OF ARRANGEMENT –MENETTELY	61
1.1	Yhtiöoikeudellisen Scheme of Arrangement -menettelyn keskeiset lähtökohdat	61
1.2	Kompromissin tai järjestelyn tarpeesta menettelyn lähtökohtana; luokkajaon lähtökohdat	64
1.3	Menettelyn vahvistaminen	66
1.4	Laaja soveltuvuus, sekä maksukyvyttömyystilanteissa että niiden ulkopuolella	67
2.	KESKEISET KOKEMUKSET SCHEME OF ARRANGEMENT –MENETTELYSTÄ VIERAAN PÄÄOMAN JÄRJESTELYYSSÄ	69
2.1	Menettely yksittäisten samaehtoisten velkojen uudelleenjärjestelyissä	69
2.2	Laajat velkojen uudelleenjärjestelyyn liittyvät menettelyt; erillisenä tai maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä	71
2.3	Uudelleenjärjestelyn käytettävyys ulkomaisten yhtiöiden järjestelyihin sopimusperusteisen lainvalinnan kautta	72
3.	KOKEMUKSET SCHEME OF ARRANGEMENT –MENETTELYSTÄ OSAKKEISIIN LIITTYVISSÄ JÄRJESTELYYSSÄ	74
3.1	Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakehankintoihin liittyvät tilanteet	74
3.2	Sulautumis- ja jakautumismenettelyjen toteutus uudelleenjärjestelyn kautta	78
3.3	Velkakonversio Scheme of Arrangement –menettelyn kautta maksukyvyttömyystilanteissa	79
3.4	Muita osakeoikeuksiin liittyviä käyttötilanteita	81
4.	VUODEN 2016 EHDOTUS EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI ENNALTAEHKÄISEVIÄ UUELLEENJÄRJESTELYJÄ KOSKEVISTA PUITTEISTA; LOPULLINEN UUELLEENJÄRJESTELYDIREKTIIVI	82
4.1	Direktiiviehdotus ja sen taustalla vaikuttaneet komission lähtökohdat	82
4.2	Direktiiviehdotus Euroopan Parlamentissa	86
4.3	Lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi	87
5.	HOLLANNISSA VIREILLÄ OLEVA ”ACT ON COURT CONFIRMATION OF EXTRAJUDICIAL RESTRUCTURING PLANS” –LAINSÄÄDÄNTÖ	93
5.1	Hollannin lakihanke ja sen tausta-aineisto vertailuna yhtiöoikeudelliselle menettelylle	93
6.	ERÄIDEN MUIDEN MAIDEN UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELYT	99
6.1	VN:n velkakonversioselvityksen vertailututkimus	99
6.2	USA:n Chapter 11 –perusteinen saneerausmenettely	100
6.3	Ranskan moniportainen malli	101

6.4	Saksan joukkovelkakirjalainoja koskeva erillinen malli	102
6.5	Pohjoismainen kehitys.....	103
7.	SOPIMUSPERUSTEISET VELKOJEN YHTEISTOIMINTAMEKANISMIT; ARVIO MEKANISMIIEN RIITTÄVYYDESTÄ	104
7.1	Valtioiden ja muiden suvereenien liikkeeseenlaskijoiden lainoihin liittyvät yhteistoimintamenettelyt.....	104
7.2	LMA-dokumentaatio syndikoituihin pankkilainoihin liittyen	106
7.3	Investment Grade / High Yield -joukkolainadokumentaatio	107
7.4	Arvio sopimusperusteisten mekanismien riittävyydestä järjestelytilanteissa	109

OSA III UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN OIKEUSTALOUSTIETEELLISET PERUSTELUT 111

1.	UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN RAKENTEELLINEN ARVIOINTI VERTAILUNA NYKYISEN LAIN MUKAISEEN TILANTEeseen	111
1.1	Oikeustaloustieteellisen vertailun lähtökohdista	111
1.2	Vertailun haasteista.....	114
1.3	Maksukyvyttömyysoikeudellinen ja yhtiöoikeudellinen viitekehys ennakoiville menettelyille	114
2.	VIERAASEN PÄÄOMAAN KOHDISTUVAN MENETTELYN TEHOKKUUSVERTAILU	116
2.1	Yksittäiseen velkajärjestelyyn liittyvä oikeussuojamenettely, joka toteutettu yrityssaneerausmenettelyn tai Scheme of Arrangement -menettelyn kautta	116
2.2	Menettelyjen oikeudenmukaisuus	118
3.	VIERAASEN PÄÄOMAAN KOHDISTUVIEN ENNAKOIVIEN JÄRJESTELYJEN HAASTEET JA NIIDEN HUOMIOINTI	121
4.	OSAKKEISIIN KOHDISTUVIEN MENETTELYJEN TEHOKKUUSVERTAILU	125
4.1	Erityisistä lähtökohdista vertailuun	125
4.2	Tehokkuusvertailu nykyisen lainsäädännön puitteissa toteutettavan takeover-menettelyn sekä Scheme-uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutetun omistusmuutosjärjestelyn välillä	126
4.3	Scheme -menettelyn oikeudenmukaisuuden arviointi yritysosotilanteessa	131
5.	UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLINEN ARVIOINTI	134
6.	OSAKKEISIIN KOHDISTUVIEN UUELLEENJÄRJESTELYJEN KESKEISET OHEISVAIKUTUKSET JA NIIDEN HUOMIOINTI.....	137
7.	MAKSUKYVYTTÖMYYDEN TODENNÄKÖISYYTTÄ KOSKEVAN TESTIN TARPEELLISUUDESTA; ENGLANNIN OIKEUDEN SCHEME OF ARRANGEMENT –MENETTELYN EDELLYTYKSET	137

OSA IV UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELY JA VELKOJEN OSAKEKONVERSIO 139

1.	VELKAKONVERSION KÄSITE JA MENETTELYN LÄHTÖKOHDAT	139
----	--	-----

1.1	Keskeinen ero uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohdissa	139
1.2	Saatavan arvonmääritys velkakonversion lähtökohtana.....	141
1.3	Velkakonversioselvitykseen perustuva yhteenvedo velkojen osakekonversion malleista ja niihin liittyvistä kysymyksistä.....	146
1.4	Toisen (yhteensovitetun) yhtiöoikeusdirektiivin perusteiden huomiointi	147
2.	ARVONMÄÄRITYKSEN HAASTEELLISUUS; ABSOLUTE JA RELATIVE PRIORITY RULE -MEKANISMIT	149
3.	UUELLEENJÄRJESTELYN JA VELKAKONVERSION LIITTYMÄKOHDAT	154
4.	ENGLANNIN OIKEUDEN KEHITYSTARPEET	155
5.	SUOMALAISEN MALLIN KEHITTÄMINEN	156

OSA V PERUSTELTU DE LEGE FERENDA –MALLI UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYSTÄ

1.	EUROOPPALAISEEN MALLIOSAKEYHTIÖLAKIIN SISÄLTYVÄ UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELY SUOMALAISEN LAINVALMISTELUN PERUSTAKSI?	157
1.1	EMCA:n tausta ja lähtökohdat.....	157
1.2	Yhtiöoikeudellinen menettely laajempien järjestelymahdollisuuksien mahdollistajana	158
1.3	EMCA:n malli Scheme of Arrangement -menettelystä.....	160
2.	VERTAILU EMCA:AN PERUSTUVAN SCHEMES OF ARRANGEMENT –MENETTELYN JA HOLLANNIN MALLIN VÄLILLÄ.....	164
3.	UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELY OSAKEYHTIÖLAKIIN, MENETTELYIDEN MAHDOLLISTAMINEN YRITYSSANEERAUSLAISSA VAI ERIILINEN LAKI UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYSTÄ?	165
4.	UUELLEENJÄRJESTELYN SUHDE MUIHIN YHTIÖOIKEUDELLISIIN MENETTELYIHIN	166
5.	LIITÄNNÄISMÄÄRÄYSTEN TARPEEN ARVIOINTI	167
6.	MODIFIOITU EMCA –MALLI	168
6.1	Malli osakeyhtiölain muuttamiseksi.....	168
6.2	Malliin liittyvät rajaukset.....	172

OSA VI UUELLEENJÄRJESTELYN KÄYTTÖALUEET

1.	VIERAASEN PÄÄOMAAN KOHDISTUVAT MENETTELYT	173
1.1	Samaehtoisen velan ehtojen uudelleenjärjestely	173
1.2	Useampien velkojen uudelleenjärjestely, luokkien määrittely	174
1.3	Uudelleenjärjestelymenettely saneerausmenettelyn, konkurssin tai selvitystilamenettelyn yhteydessä	175
1.4	Vastuiden uudelleenjärjestely	177

2.	ESINEOIKEUDELLINEN ARVIOINTI MENETTELYISTÄ VAKUUSSOPIMUSTEN KANNALTA	179
2.1	Vakuussopimusten ja vakuuksien uudelleenjärjestely liitännäissopimuksina	179
3.	OSAKKEITA KOSKEVIEN MENETTELYJEN ARVIOINTI	183
3.1	Julkisesti noteerattujen yhtiöiden tarjousmenettelyihin liittyvät menettelyt	183
3.2	Menettelyjen suhde ostotarjousten sääntelyyn	185
3.3	Vähemmistösuojan eroista takeover-menettelyissä	186
3.4	Sulautumis- ja jakautumismenettelyjen toteutus; nykyisen käytännön jatkuminen?	187
3.5	Osakeluokan oikeuksien muuttaminen uudelleenjärjestelyn kautta	188
3.6	Liittymä yrityssaneerausmenettelyyn; velkakonversio	189
3.7	Optio-oikeuksien ja muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien uudelleenjärjestely	189
4.	RAHOITUSVAKUUSLAISSA SEKÄ SIIHEN LIITTYVÄSSÄ EU ASETUKSESSA JA DIREKTIIVEISSÄ MÄÄRITELTYJEN SAATAVIEN NETTOUTUKSEEN LIITTYVÄT ERITYISKYSYMYKSET	190
4.1	Rahoitusvakuuslain mukaisen saatavien nettoutuksen ensisijaisuuden perusteet	190

OSA VII UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN PROSESSUAALINEN MALLI

1.	ENGLANNIN OIKEUDEN PROSESSUAALINEN SCHEME-MENETTELY	192
2.	SUOMALAISEN TUOMIOISTUINMENETTELYN MALLINTAMINEN	194
3.	KESKITETYN TUOMIOISTUINMALLIN HYÖDYISTÄ; ENGLANNIN FINANCIAL LIST –JÄRJESTELMÄ	196
4.	MARKKINAOIKEUDEN PROSESSUAALINEN MEKANISMI MALLINA MUUTOKSENHAKUMENETTELYLLE JA TUOMIOIDEN TÄYTÄNTÖÖNPANTAVUDELLE	197
5.	ANALOGIA MARKKINAOIKEUDEN MENETTELYYN PERUSTUEN SOPIMATTOMASTA MENETTELYSTÄ ELINKEINOTOIMINNASSA ANNETTUUN LAKIIN	198

OSA VIII UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN SUHDE YRITYSSANEERAUKSEEN, KONKURSSIIN JA ERITYISTÄYTÄNTÖÖNPANOMENETTELYIHIN

1.	YRITYSSANEERAUKSEN MENETTELYN ENSISIJAISUUSLÄHTÖKOHTA	201
2.	KONKURSSIN VAIKUTUKSISTA MENETTELYYN	205
3.	ULOSOTTOMENETTELYN JA UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYN YHTEENSOVITTAMINEN	206
4.	ERITYISKYSYMYKSIÄ; EUROOPPALAISEN MAKSUKYVYTTÖMYYSASETUKSEN (MUKAUTETTUNA) SOVELTUMISESTA UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYYN	208

OSA IX UUELLEENJÄRJESTELLYMENETTELYSÄÄDÖSTEN MAHDOLLISET VAIKUTUKSET LAINSÄÄTÄMISJÄRJESTYKSEEN..... 210

1.	ALUSTAVIA VALTIOSÄÄNTÖOIKEUDELLISIA LÄHTÖKOHTIA	210
2.	ANALOGIA OIKEUDEN VÄÄRINKÄYTÖN KIELTOON	213
3.	SUOMALAINEN OIKEUSKÄYTÄNTÖ: PAINAVA TALOUDELLINEN SYY, SUUNNATTU OSAKEANTI JA KKO:2018:19.....	217
4.	ENGLANNIN OIKEUDEN MALLI	220
5.	SAKSAN SOPIMUSOIKEUDELLINEN AJATTELU JA EHDOTETTU UUSI TAKSONOMIA.....	221
6.	ALUSTAVA ARVIO EMCA:N PERUSTEELLA LAADITUN YHTIÖOIKEUDELLISEN UUELLEENJÄRJESTELLYMENETTELYN PERUSTUSLAINMUKAISUUDESTA.....	223
7.	UUELLEENJÄRJESTELLYMENETTELYN SOVELTAMISULOTTUVUUS TUOMIOISTUINKÄYTÄNNÖSSÄ	226
8.	PERUSTUSLAKIVALIOKUNNAN KANNANOTOT SOVELTAMISULOTTUVUUDEN RAJAUKSINA.....	228
9.	LAIN PERUSTELUJEN MERKITYS TUOMIOISTUINKÄYTÄNNÖN OHJAAMISESSA	231

OSA X YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET 234

1.	DE LEGE LATA -ARVIO OIKEUDEN NYKYTILASTA JA OIKEUSSUOJATARPEISTA	234
1.1	Vahvistettu oletama kansainvälisen rahoituksen rakenteellisen muutoksen aiheuttamista uusista oikeussuojatarpeista yritykselle ja sen keskeisille sidosryhmille	234
1.2	Matriisikaavio oikeussuojatarpeiden hahmottamiseksi.....	235
1.3	Myyntiparadigma saneerausmenettelyyn liittyen	237
1.4	Oikeussuojatarpeet velkojen järjestelyissä	238
1.5	Oikeussuojatarpeet osakkeiden järjestelyissä.....	240
1.6	Oikeussuojatarpeet mahdollisissa velkoja–osakasasemien kollisiotilanteissa.....	242
2.	TUTKIMUKSEEN PERUSTUVAT JOHTOPÄÄTÖKSET DE LEGE FERENDA.....	244
2.1	Tutkimuksen johtopäätökset de lege ferenda.....	244
2.2	Keskeisten vertailukysymysten analysointi	246
2.3	Arvio mahdollisista positiivisista tai negatiivisista ulkoisvaikutuksista ("externalities").....	251
2.4	Arvio perustuen laajempaan corporate governance -politiikkakehikkoon	253
3.	UUELLEENJÄRJESTELLYMENETTELY KESKEISEKSI OSAKSI SUOMEN RAHOITUSOIKEUTTA	254
3.1	Yhteenveto de lege ferenda: perusteltu ehdotus lainsäädäntömme kehittämiseksi.....	254

SUMMARY256

ASIASANAHAKEMISTO264

LÄHDELUETTELO268

OSA I TUTKIMUKSEN LÄHTÖKOHDAT

1. Johdanto

1.1 Tutkimuskohde

Hyvä yhtiöoikeus kehittyy ajassa, modernin yritystoiminnan ympäristön ja rakenteen kehityksen mukana. Mikäli näin ei olisi, tästä aiheutuisi vääjäämättä negatiivinen kilpailuympäristö niihin maihin nähden, jotka pystyvät nopeammin reagoimaan globaaleihin talouden trendeihin rahoitusmarkkinoilla ja yritysten toimintaympäristöissä. Yritysrahoituksen ympäristön muutokset olivat merkittäviä jo kahden vuosikymmenen, vuosien 1985–2005 välisenä aikana, siirryttäessä säännellystä pankkikeskeisestä ja teollisuusleiriperusteisesta suomalaisesta talousjärjestelmästä osaksi eurooppalaista ja globaalia rahoitusmaailmaa. Muutoksen voimakkain jakso liittyy kuitenkin viimeisen vuosikymmenen kansainvälisen rahoitusmarkkinan murrekseen, erityisesti vuoden 2008 finanssikriisin jälkeiseen aikaan. Viimeisen kymmenen vuoden aikana myös pankkiregulaatio on kiristynyt merkittävästi aiheuttaen pankkien roolin muuttumista yritysrahoituksessa.

Lainsäädäntö ja regulaatioympäristö laajemmin ovat tärkeitä tekijöitä yritysten harkitessa nykyisessä vapaan pääoman liikkeen maailmassa kotipaikkansa sijaintia. Pohjoismaisessa perspektiivissä tästä saatiin muistutus keväällä 2018 markkina-arvoltaan yhden suurimmista pohjoismaisista rahoituslaitoksista päättäessä vaihtaa pääkonttorinsa ja emoyhtiön kotipaikan Ruotsista Suomeen. Siirtoa perusteltiin erityisesti sillä, että siirron jälkeen rahoituslaitoksen valvojana toimii suoraan Euroopan keskuspankki ja siirron myötä pankki pääsee vakaamman ja ennakoitavamman regulaatio- ja valvontakehikon piiriin, jossa saman tasoiset eurooppalaiset verrokki-pankit jo toimivat ja joka on samanlainen euroalueen pankkiunionin sisällä toimiville.¹ On luonnollista, että yhtiöiden harkitessa kotipaikkaansa erilaiset tekijät harkittavan kotivaltion toimintaympäristössä vaikuttavat yhtiöiden valintoihin. Yhtiölainsäädännön toimivuus erilaisissa yhtiölle tärkeissä muutostilanteissa on yksi näistä tekijöistä.

¹ Nordea Bank AB, lehdistötiedote, 8.3.2018, Why we propose to move into the Banking Union, saatavilla: <<https://www.nordea.com/en/press-and-news/news-and-press-releases/news-group/2018/why-we-propose-to-move-into-the-banking-union.html>>, versio 25.10.2018.

Tutkimuksessani arvioin, miten erityisesti suuret yritykset ovat nykyisen hajautuneemman rahoitusrakenteensa vuoksi aikaisempaa merkittävästi alttiimpia eri rahoitusinstrumenttien vähemmistösuojaoikeuksiin perustuvia niin kutsuttuja hold out -positioita hyväkseen käyttävien markkinaosapuolten toiminnalle. Stephan Madaus kuvaa osuvasti näitä eri hold-out tilanteita:

“A holdout creditor or equity holder is a person of such class of stakeholders who voted to reject the restructuring plan while a majority of fellow creditors or equity holders, in his class or in other classes, voted to accept it. Holdout stakeholders are those who could not convince the others to reject the plan. They hold a minority position and stick with it when facing the result of the voting process. Thus, they oppose the decision of the ‘maior et sanior pars’.”²

Hold out -positio on määriteltävissä paremmin ilmiönä kuin käsitteenä. Se voi koskea laajemmin mitä tahansa tilannetta, jossa vähemmistössä oleva osakkeenomistaja tai velkoja voi toimia opportunistisesti pyrkien edistämään omaa intressiään vastoin saman luokan yhteistä intressiä (“hold out -positio(t)”).

Tutkimukseni asettamisessa nykyiseen oikeustieteellisen systematiikan viitekehykseen on selkeää haasteellisuutta. Ennaltaehkäisevät uudelleenjärjestelymenettelyt voivat kansainvälisen, erityisesti Ison-Britannian, oikeuteen liittyvän oikeusvertailun kautta koskea sekä yhtiön kaikkia osakkeita tai niiden tiettyä osaa tai yhtiön kaikkia velkoja tai tiettyä osaa yhtiön veloista. Schemes of arrangement -menettely Englannin ja laajemmin Ison-Britannian oikeudessa onkin kaikissa tapauksissa lähtökohtaisesti yhtiöoikeudellinen prosessi, vaikka siihen voi usein liittyä yhdistettynä maksukyvyttömyysoikeudellinen menettely.³ Scheme-menettelyä koskevat säädökset sisältyvät UK Companies Act:n 26. osaan, jonka pykälässä 895 määrittää scheme kompromissiksi tai järjestelyksi yhtiön ja sen velkojen tai tietyn velkojaluokan kanssa tai osakkeenomistajien tai tietyn osakkeenomistajien luokan kanssa (jäljempänä “Scheme(s) of Arrangement tai Scheme(s)”).

Tutkimukseni liittyy keskeisesti Euroopan komission vuonna 2016 antamaan direktiiviehdotukseen ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä.⁴ Direktiiviehdotus hyväksyttiin lopullisesti Euroopan parlamentissa 28.3.2019, se on julkaistu EU:n virallisessa lehdessä 26.6.2019 ja astunut voimaan 20. päivänä julkaisemisesta.⁵ Käytän komission vuoden 2016 direktiiviehdotuksesta jatkossa nimitystä “Komission Direktiiviehdotus” ja lopullisesta direktiivistä tutkimuksen kannalta relevanttia lyhennettyä nimitystä “Uudelleenjärjestelydirektiivi”.

² Stephan Madaus, Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law, Eur Bus Org Law Rev (2018) 19, 636.

³ Englannin oikeudessa on tavallista yhdistää esimerkiksi insolvenssioikeudelliseen administration menettelyyn yhtiöoikeudellinen Scheme -menettely osakkeenomistajien oikeuksien käsittelemiseksi.

⁴ European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, 22 November, 2016, COM(2016), 723 final.

⁵ Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi (EU) 2019/1023, annettu 20 päivänä kesäkuuta, 2019 ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, veloista vapauttamisesta ja elinkeinotoiminnan harjoittamiskiellosta sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi ja direktiivin (EU) 2017/1132 muuttamisesta (direktiivi uudelleenjärjestelystä ja maksukyvyttömyydestä).

Eurooppalaisia ennakovia järjestelyjä vertaillut European Law Institute:n vuonna 2017 julkaistu, kaikki jäsenmaat kattava ”Rescue of Business in Insolvency Law” raportti (myöhemmin ”ELI Study”) on määrittänyt yhteensä kymmenen EU jäsenvaltiota, joissa on jo nykyisin käytössä ennaltaehkäisevä ”pre-insolvency proceedings” -menettely. Useimmat näistä menettelyistä ovat kuitenkin oikeussystemaattisesti määritelty osaksi insolvenssioikeutta. Tämä on ongelma vähintäänkin menettelyjen systematisoinnissa.

Englantilaiseen lainsäädäntöön verraten ehkä lähin vertailtava malli yhtiöoikeudelliselle yhtiön velkojen tai osakkeiden uudelleenjärjestelymenettelylle on löydettävissä vuonna 2017 julkistetusta, laajan valmistelutyön pohjalta syntyneestä eurooppalaisesta malliosakeyhtiölaista, European Model Company Act:stä (jäljempänä ”EMCA”).⁶ Tämän kattavan eurooppalaisen yhtiöoikeuden asiantuntijaverkoston noin kymmenen vuoden työn perusteella valmistuneen mallilain ajatuksena on toimia kodifioituna mallina mahdollisimman kehittyneestä yhtiölainsäädännöstä, jota yksittäiset jäsenvaltiot voivat hyödyntää omassa lainsäädäntötyössään kokonaisuutena tai josta nämä voivat ottaa käyttöön valkoituja osia.

EMCA sisältää varsin systemaattisesti laaditun osan liittyen Schemes of Arrangement -menettelyihin. Tämä osa on laadittu pitkälti Englannin oikeuden esimerkin ja kokemusten perusteella, kuitenkin myös ottaen huomioon säännösten käytännön toimivuuden civil law -tyyppisessä järjestelmässä.

Englannin oikeuden Schemes of Arrangement -menettelyiden toimivuutta sekä EMCA:n esimerkkiä noudattaen olen tutkimuksessani päätenyt pitäytymään lähtökohtaisesti aihepiirin yhtiöoikeudellisessa viitekehyksessä, mutta tutkimuksessa voi kuvata olevan vähintään insolvenssioikeudellinen ja rahoitusoikeudellinen liittymä. Jälkimmäistä voisi edelleen kuvata vielä kehittymässä olevaksi oikeudelliseksi alueeksi, jossa yhtiöoikeuden ohella on selkeitä liittymiä finanssimarkkinaoikeuteen, arvopaperimarkkinaoikeuteen, pankki- ja vakuutus-oikeuteen sekä esineoikeuteen, insolvenssioikeuteen ja jopa kirjanpito- ja vero-oikeuteen. Rahoitusoikeuden näkökulma perustuukin enemmän rahoitussektorilla noudatettuihin käytäntöihin, oikeudellisiin järjestelmiin, oman- että vieraan pääoman perusteisen rahoituksen antajien ja käyttäjien välisiin relaatioihin sekä eri rahoitussektorin toimijoiden sääntelyyn.

Tutkimusmenetelmien osalta keskeisenä lähtökohtana tutkimuksessani on oikeustaloustiede; yrityksen taloudellisen toimintaympäristön merkityksen huomiointi on keskeistä tutkittaessa yrityksen ja sen sekä oman että vieraan pääoman rahoitukseen osallistuvien keskinäisiä suhteita sekä erityisesti näihin liittyviä järjestelytilanteita.

Pyrin tutkimuksessani osoittamaan, että yhtiöiden hajautunut rahoitusrakenne on aiheuttanut korostuneen tarpeen kehittyneille oikeudellisille yhtiön osakkeiden tai velkojen uudelleenjärjestelymenettelyille. Erityisesti Englannin oikeusvertailuun perustuen hahmottelen mahdollisimman tehokasta ja oikeudenmukaista mallia suomalaiselle yhtiöoikeudelliselle uudelleenjärjestelymenettelylle.

⁶ Andersen, Paul K. — Andersson, Jan B. edit. European Model Companies Act First edition, 2017, NORDIC & EUROPEAN COMPANY LAW LSN Research Paper Series, No. 16-26.

Ronald Gilson kiteyttää ajankohtaisessa artikkelissaan *"From Corporate Law to Corporate Governance"* yhtiöoikeuden temaatista kehittymistä governance järjestelmä -tason tutkimukseksi. Hänen "teesiensä" mukaisesti ensimmäinen tarpeellinen komplikaation aste yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa seuraa tarkastelun fokuksen laajentuessa laista governance:iin, jälkimmäisen kattaessa laajemmin yhtiön operatiivista ympäristöä, johon liittyy sekä lakiin perustuvia, että lain ulkopuolelle jääviä elementtejä. Toinen Gilsonin teesi liittyy tarpeeseen ymmärtää governance dynaamisesti; governance on polkuriippuvaista (*"path dependant"*) perustuen eri lähtökohtiin tarkasteltavien järjestelmien rakenteissa ja säännöissä. Kolmantena teesinä hän edellyttää analyyttisten menetelmien käyttämistä corporate governance -tutkimuksessa; tärkeänä lähtökohtana on pyrkiä komplisoimaan asioita, ei yksinkertaistaa niitä. Viimeisenä, neljäntenä teesinään Gilson korostaa corporate governance –järjestelmän kykyä vastata liiketoimintaympäristön muutoksiin.⁷ Pyrin tutkimuksessani noudattamaan näitä Gilsonin tutkimusteesejä.

Yritysten rahoitukseen liittyvässä oikeustieteen tutkimuksessa on tärkeä ymmärtää rahoituksen markkinaa eri markkinaosapuolten näkökulmista. Lehman Brothers -investointipankin kaatumisesta, 15. syyskuuta 2008 käynnistynyt globaali finanssikriisi näytti sen alkuvaiheessa erittäin pelottavalta. Englannin keskuspankin pääjohtajana toimineen Mervyn Kingin puheenvuoro 21. lokakuuta 2008 kuvaa erinomaisesti finanssimarkkinoiden ammattilaisten tuntemuksia runsas kuukausi Lehmanin kaatumisen jälkeen:

*"Since August 2007, the industrialised world has been engulfed by financial turmoil. And, following the failure of Lehman Brothers on 15 September, an extraordinary, almost unimaginable, sequence of events began which culminated a week or so ago in the announcements around the world of a recapitalisation of the banking system. It is difficult to exaggerate the severity and importance of those events. **Not since the beginning of the First World War has our banking system been so close to collapse.**"*⁸

Vuosikymmen tästä on tuonut mukanaan merkittävää myönteistä kehitystä finanssijärjestelmän toiminnassa, erityisesti G-20 valtioiden johtajien sekä merkittävien keskuspankkien välittömästi finanssikriisin jälkeen käynnistämien finanssijärjestelmää turvaavien toimien kautta. Tätä kehitystä on kuvannut osuvasti nykyinen Englannin keskuspankin pääjohtaja ja kansainvälisen Financial Stability Boardin ("FSB") puheenjohtaja, Mark Carney keväällä 2017 pitämässään puheessa:

"In Washington in 2008 in the aftermath of the Lehman debacle, G20 Leaders committed to radical reform of the financial system, and they charged the FSB with fixing the fault lines that caused the financial crisis.

⁷ Ronald J. Gilson, *From Corporate Law to Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 324/2016, September 2016.

⁸ Mervyn King, (2008), Speech given by Mervyn King, Governor of the Bank of England To the CBI, Institute of Directors, Leeds Chamber of Commerce and Yorkshire Forward at the Royal Armouries, Leeds, 21st October, 2008. Saatavilla: <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/speeches>>, versio 30.8.2018.

The comprehensive reform programme had four main components:

- Creating resilient banks*
- Ending too big to fail*
- Transforming shadow banking into market-based finance; and*
- Making derivative markets safer.*

A decade on, this programme has largely been achieved. The financial system is safer, simpler, and fairer.”⁹

Huolimatta siitä, että globaali finanssijärjestelmä on kehittynyt pääjohtaja Carneyn argumentoimalla tavalla huomattavasti turvallisempaan, yksinkertaisempaan ja oikeudenmukaisempaan suuntaan, rahoitus- ja pääomamarkkinasta on tullut merkittävästi hajautuneempi ja monimutkaisempi järjestelmä tarkasteltaessa rahoitusta sen keskeisten käyttäjien, yritysten, näkökulmasta. Yritysten oman pääoman hankinnassa on korostunut merkittävästi regulaation mukanaan tuomat lisärasitteet ja vieraan pääoman rahoituslähteet ovat hajautuneet voimakkaasti kehittyneiden yritysjoukkolainamarkkinoiden sekä vieraan pääoman rahoitukseen erikoistuneiden rahastojen kasvun kautta. Tutkimuksessani analysoin tarkemmin yritysrahoituksen rakenteellista muutosta sekä regulaation kehitystä erityisesti kansainvälisen järjestelypankin, Bank for International Settlements:in (”BIS”), merkittävän, koko globaalia pankkijärjestelmää koskevan soft law -perusteisen itsesääntelyn kautta.

Hajautuneesta rahoitusrakenteesta johtuen voidaan yritysten tasolla nähdä merkittävää tarvetta kehittyneille järjestelymekanismeille erilaisiin muutostilanteisiin liittyen. Ilman kehittyneitä oikeussuojajärjestelmiä markkinoilla erilaisia vähemmistösuojaoikeuksiin perustuvia hold-out -positioita hyväkseen käyttävät toimijat voivat hyödyntää, usein vastoin kulloinkin käsillä olevan finanssi-instrumentin yhteistä taloudellista intressiä, erilaisia muutostilanteita pelkästään oman taloudellisen intressinsä ajamiseksi. Ilman enemmistön käytettävissä olevia oikeussuojamenettelyjä, vähemmistö voi hyödyntää oikeuksiaan helposti painostamalla muita instrumentin haltijoita esimerkiksi erilaisiin lunastustyyppisiin menettelyihin, kieltäytymällä hyväksymästä vapaaehtoisesti instrumentin kaikkien haltijoiden yhteisessä taloudellisessa intressissä olevia toimia.

Moderniin yritysmalliaan on kehittynyt myös uusi yritysryhmä, start up -yritykset. Voisi argumentoida, että tässä kehityksessä ei olisi mitään uutta, jokainen yritys on ollut perustamisvaiheessaan start up -yritys. Nykyisessä taloudellisessa toimintaympäristössä start up -yrityksiä ja -yrittäjyyttä voidaan kuitenkin pitää selkeänä trendinä. Näiden yritysten toimintaan, omistajarakenteisiin, rahoitukseen sekä yritysten ympärillä oleviin toimijoihin liittyy merkittävästi yhteisiä uusia tekijöitä, oman pääoman rahoituskierroksia, joukkorahoitusta ja listautumisia vaihtoehtoisille markkinapaikoille. Yhtiöt elävät ymmärrettävästi rahoituskierrosten kautta ja usein ilman merkittävää tulovirtaa siihen asti, kun kassavirta

⁹ Mark Carney, (2017), What a Difference a Decade Makes, Chair of the Financial Stability Board, 20th April, 2017. Saatavilla: <<https://www.bankofengland.co.uk/speech/speeches>>, versio 30.8.2018.

yhtiön tuotteista tai palveluista on myynnin kehityksen kautta käännettävissä positiiviseksi. Myös näiden yritysten kohdalla on oletettavissa merkittäviä tarpeita osakkeita ja velkoja koskeville uudelleenjärjestelyille.

1.2 Keskeinen oletama: rahoituslähteiden hajautuminen ja sen aiheuttamat oikeussuojatarpeet

Viimeisen vuosikymmenen aikana tapahtuneen markkinakehityksen keskeisenä piirteenä on ollut yritysten rahoituslähteiden hajautuminen ja monipuolistuminen sekä yhtiön oman, että erityisesti vieraan pääoman kohdalla.

Erityisesti Euroopassa kehitys kohti markkinaehtoista rahoitusta on ollut selvää, USA:ssa puolestaan markkinaehtoisen rahoituksen osuus on jo pitkään ollut merkittävästi suurempi kuin Euroopassa. Joukkovelkakirjaperusteisen rahoituksen ohella erilaisten velkarahoitusta välittävien rahastojen kasvu on ollut huomattavaa. Voidaan sanoa, että aikaisemman, lähes pelkästään pankkirahoitukseen perustuvan eurooppalaisten yritysten vieraan pääoman rahoituksen sijaan yritysten vieraan pääoman lähteinä toimivat nyt pankkirahoituksen ohella erityisesti joukkovelkakirjarahoitusta, rahoitus erilaisilta vieraan pääoman rahastoilta sekä suorat rahoituslainat institutionaalisilta sijoittajilta.

Edellä kuvattu tutkimukseni lähtökohtaolettama auttaa ymmärtämään yritysten ja niiden keskeisten sidosryhmien lisääntyntä oikeussuojatarvetta silloin, kun yrityksen yksittäiseen rahoitusjärjestelyyn tulisi järjestelytarpeita. Aikaisemman, keskitetyn rahoitusrakenteen sijaan, nykyisessä hajautuneessa rahoitusrakenteessa entistä pienemmän rahoitusosuuden vähemmistöosuuden haltija voi yrityksen osakkeiden tai velkojen uudelleenjärjestelytilanteessa hankaloittaa pahimmillaan koko yrityksen vieraan pääoman tilannetta.

1.3 Tutkimusteema ja -väite

Tutkimustehtävänäni on hahmottaa kansainvälisten mallien pohjalta Suomen oikeuteen uusi yhtiöoikeudellinen prosessuaalinen menettely, jolla parannettaisiin yhtiön sekä sen osake- että velkainstrumenttien haltijoiden oikeussuojaa. Menettely mahdollistaisi, tuomioistuimesta saatavan vahvistustuomion perusteella, yhtiön osakkeita tai niiden tiettyä luokkaa tai yhtiön velkoja tai yhtiön velkojen tiettyä luokkaa koskevan kompromissin tai järjestelyn toteuttamisen yhtiön kanssa, edellyttäen että merkittävä, kahden kolmasosan enemmistö kaikista niistä luokista (laskettuna kunkin luokan osalta yhtiön ehdottamaa menettelyä koskevaan äänestykseen osallistuneiden osakkeiden tai velkojen

taloudellisesta arvosta) on järjestelyä kannattanut. Tutkimuksessa ehdotetaan *de lege ferenda* -perusteisesti Suomen oikeuteen kokonaisvaltainen perusteltu malli Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelylle, pohjautuen ensisijaisesti eurooppalaiseen maliosakeyhtiölakiin, EMCA:aan.

Tutkimusväitteeni ja siihen perustuva tutkimusteemani ovat tiivistettävissä seuraavasti:

Tutkimusväitteeni on, että nykyinen oikeutemme ei tarjoa riittävää oikeussuojaa yhtiölle ja sen keskeisille sidosryhmille tilanteissa, joissa yhtiön osakkaiden tai velkojien vähemmistö voi käyttää opportunistisesti hyväkseen lain tai sopimusten perusteella syntyneitä vähemmistösuojaan perustuvia hold out -oikeuksiaan. Rahoitusjuridiikan johtavien maiden, USA:n sekä Ison-Britannian, järjestelmiin perustuva kohdistettu yksittäiseen velkaan kohdistuva work-out -menettely, joka USA:n järjestelmässä toimii insolvenssioikeuden kautta ja Isonsa-Britaniassa Scheme of Arrangement -menettelyn kautta, on mahdollistanut näissä maissa merkittävän määrän yhtiöiden velkojen uudelleenjärjestelyjä ilman kokonaisvaltaista maksukyvyttömyysmenettelyä, suojaten yhtiön edun ohella saman luokan enemmistön näkemystä saatavan arvon parhaasta mahdollisesta turvaamisesta. Vastaavan mahdollisuuden sisällyttäminen Suomen lakiin helpottaisi ja tehostaisi erityisesti yhtiön yksittäisiin velkoihin kohdistuvia uudelleenjärjestelyjä. Yhtiöoikeudellinen menettely on edelleen erityisesti Ison-Britannian järjestelmässä osoittautunut tehokkaaksi menettelyksi myös yhtiön osakkeisiin liittyvien järjestelyjen osalta.

Väitteen ongelman ratkaisemiseksi, tai ainakin helpottamiseksi, olisi tärkeää harkita uutta yhtiöoikeudellista yhtiön osakkeiden tai velkojen uudelleenjärjestelymenettelyä osaksi Suomen oikeutta.

Väitteeseeni pohjautuen tutkimusteamani on kokonaisvaltaisen perustellun näkemyksen muodostaminen Euroopan malliosakeyhtiölakiin, EMCA:aan, perustuvien, yhtiön osakkeita tai näiden osaa tai yhtiön velkoja tai näiden osaa koskevien Schemes of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelysäännösten soveltumisesta sekä tarpeellisuudesta osaksi Suomen yhtiöoikeuden järjestelmää.

Perustellun näkemyksen muodostaminen edellyttää sekä osake- että velkainstrumenttien uudelleenjärjestelymenettelyjen osalta tehtävää arviointia, menettelyn keskeisten prosessuaalisten kysymysten arviointia sekä oikeusvertailua maksukyvyttömyysoikeuden lähtökohdista toteutettuihin ennakoiviin uudelleenjärjestelymenettelyihin nähden. Edelleen arvioitavaksi tulevat toisaalta oikeudelliseen siirännäiseen liittyvät kysymykset ja toisaalta uuden mallin omaksumista vaikeuttavat nykyisen järjestelmän ”polkuriippuvuuteen” liittyvät seikat.

Keskeisinä vertailukysymyksinä ovat tämän mukaisesti:

- i) oikeustaloustieteen lähtökohdista tehtävä vertailu uudelleenjärjestelymenettelyn tehokkuudesta ja oikeudenmukaisuudesta verrattuna nykyiseen järjestelmäämme,
- ii) uusien säädösten yhteensopivuus muiden yhtiöoikeudellisten menettelyjen sekä maksukyvyttömysoikeuden, erityisesti yrityssaneerauslain kanssa,
- iii) yhtiöoikeudellisen oikeussuojajärjestelmän arviointi agentti-päämies -teoriaan perustuen koskien erityisesti julkisia ostotarjousmenettelyjä,
- iv) Englannin oikeuden uudelleenjärjestelymenettelyn toimivuuden arviointi oikeudellisenä siirrännäisenä, normiston ohella myös oikeuskäytännön ja -kulttuurin kannalta,
- v) siirrettävän yhtiöoikeudellisen oikeussystematiikan sovittaminen osaksi Suomen oikeuden järjestelmää ja mahdollisten haasteiden rationaalinen ennakoiminen sekä
- vi) mahdollisten Suomen corporate governance -järjestelmään sisältyvien järjestelmän polkuriippuvuus-piirteiden tunnistaminen ja arviointi.

1.4 Tutkimuksen oikeustaloustieteelliset lähtökohdat

Oikeustaloustiede on monimuotoinen tutkimussuuntaus, josta erityisesti angloamerikkalaisessa kirjallisuudessa käytetään vakiintuneesti nimitystä ”law and economics”. Suomen oikeustaloustieteen päänavauksena pidetään Max Oker-Blomin vuoden 1980 artikkelia ”Jurionomi eller rätten i ekonomiskt perspektiv”¹⁰, joka hahmotti oikeuden ymmärrystä talouden perspektiivistä. Ensimmäiset taloustieteellistä analyysiä käyttäneet väitöskirjat julkaistiin Suomessa kuitenkin vasta 1997.¹¹ Tästä lähtien oikeustaloustiede on ollut merkittävästi esillä useilla oikeuden alueilla, erityisesti yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa; sittemmin myös vuoden 2006 osakeyhtiölain valmistelussa. Mähönen – Villa toteavat oikeustaloustieteen merkityksestä:

”Uuden osakeyhtiölain säätämistä voidaan pitää siirtymänä kohti angloamerikkalaista, sijoittajakeskeistä, yhtiöoikeusajattelua. Yhtiö on taloudellisen toiminnan väline, mutta yhtiö on samalla vain lain luomus, ja tämän välineen virittämiseksi oikeuden ei tule asettaa tarpeettomia

¹⁰ Max Oker-Blom, Jurionomi eller rätten i ekonomiskt perspektiv, Tidskrift utg. av Juridiska föreningen i Finland 116(1980), s. 245-265.

¹¹ Vuonna 1997 julkaistiin kolme väitöskirjaa, joissa ainakin osin oikeustaloustieteellinen näkökulma: Pekka Timonen, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely, Lakimiesliiton kustannus, 1997; Kalle Määttä, Environmental Taxes. From an Economic Idea to a Legal Institution, Lakimiesliiton kustannus, 1997 ja Seppo Villa, Pääomalaina, Lakimiesliiton kustannus, 1997.

esteitä tai rajoituksia. Osakeyhtiölain tarkoitus on tukea näitä tehokkuuspäämääriä, mikä tulee pitää mielessä myös lakia tulkittaessa.”¹²

Oikeustaloustieteen rooli eroaa luonnollisesti lainopillisessa ja *de lege ferenda* -perusteisessa sääntelyteoreettisessa tutkimuksessa. Lainopillisen tutkimuksen kannalta oikeustaloustieteen tutkimusintressi keskittyy taloustieteellisen argumentaation hyödyntämiseen lain tulkinnassa. Lainopillisessa oikeustaloustieteessä on jännitettä puhtaan normatiivisen oikeuslähdeopin, eli yksinkertaistaen laintulkinnan perustamisen pelkästään kirjoitettuun lakiin, sekä laajaa ”kokonaisharkintaa” edustavien tulkintateorioiden välillä.¹³ Mähönen on suositellut välittävänä ajatteluna pragmatismia ja sen mukaista käytännöllisen järjen käyttöä (nk. praktista tulkintaa) tapana justifioida kokonaisvaltainen harkinta. Hänen ajattelutapansa on instrumentaalinen: päätöksentekoa ei sido pyrkimys oikeusjärjestyksen konsistenssiin. Päätös voi olla ja sen tulee olla ristiriidassa aiempien päätösten kanssa, jos tavoitteeseen pääseminen sitä edellyttää. Hän korostaa edelleen, että varallisuus oikeuden tarkoitus on palvella markkinoiden tehokkuutta. Tämä on pidettävä mielessä myös tulkinnassa. Oikeudelliset käsitteet eivät ole normatiivisesti neutraaleja, vaan on pitkälti tulkitsijan kädessä, miten pitkälle hän vie oman tulkintaideologiansa. Taloustieteen merkityksestä tulkinnassa Mähönen toteaa, että *”[e]simerkiksi kilpailuoikeudessa, immateriaalioikeudessa tai yhtiöoikeudessa oikeustaloustieteen rooli on niin vahva, että sen sivuuttaminen voidaan eräissä tapauksissa, esimerkiksi arvioitaessa yrityskauppoja, pitää jopa (tuomio)virheenä. Muita esimerkkejä oikeustaloustieteen luonnollisista kohteista ovat olennainen toimintaedellytys -opin arvioiminen tarkasteltaessa kysymystä määräävästä markkina-asemasta tai lunastushinnan määrääminen osakeyhtiölain 14 luvun 19 §:n mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastuksessa.”¹⁴*

Haasteellisinta taloustieteen käyttö on Mähösen mukaan valtiosääntöoikeudellisessa tulkinnassa. Päähuomio kiinnittyy tällöin perusoikeuksien rooliin lainkäytössä ja hallinnossa. Perusoikeusuudistuksen eräänä tavoitteena oli lisätä perusoikeuksien suoraa sovellettavuutta tuomioistuimissa ja muissa viranomaisissa sekä parantaa yksilöiden mahdollisuutta vedota oikeuksiensa tueksi välittömästi perusoikeussäännöksiin. Mähönen korostaa, että näin on käynytkin, perusoikeuksista on tullut osa ”normaalijuridiikkaa”. Perusoikeusnormeilla on ihannetapauksessa luonteva rooli harkittaessa yksittäiseen oikeudelliseen ongelmaan soveltuvia normeja.¹⁵

Tarkastelen työssäni uudelleenjärjestelymenettelyä analogisesti oikeuden väärinkäytön kieltoa koskevien periaatteiden kanssa. Ulottamalla taloustieteen tulkintaa valtiosääntöoikeudelliseen tulkintaan, voisi, edellä kuvattua Mähösen esittämää ajattelua peilaten, olla mahdollista etsiä omaisuudensuojaan liittyvän tulkintateorian kautta ratkaisua saman tyyppisiin yksittäisiin ongelmatilanteisiin, joihin tässä tutkimuksessa *de lege ferenda* -perusteisesti tarkasteltava yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely pystyy menettelyllisenä mekanismina vastaamaan. Tutkimukseni on

¹² Mähönen – Villa, 2019, 3, s. 205-206.

¹³ Juha Karhu, Perusoikeudet ja oikeuslähdeoppi, Lakimies 5/2003 s. 789–807.

¹⁴ Jukka Mähönen, Taloustiede lain tulkinnassa, Lakimies 1/2004, s. 49-64.

¹⁵ Idem, s. 60-61.

kuitenkin luonteeltaan vertaileva *de lege ferenda* -perusteinen tutkimus, joten rajaen lainopillisen tulkintateorian tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimukseni kyseenalaistaa voimassaolevan lain tarkoituksenmukaisuutta etsien keskeisten kansainvälisten verrokkien pohjalta mallia säädellä yrityksen velkoihin tai osakkeisiin liittyviä uudelleenjärjestelytilanteita. Määttä viittaa *de lege ferenda* -perusteisen oikeustaloustieteellisen tutkimuksen kohdalla ”*sääntelyteoriaan*”, jota tutkimukseni näin noudattaa.¹⁶

Analysoitaessa oikeutta taloustieteen lähtökohdista, keskeisenä tarkasteltavana käsitteenä on tehokkuus. Timo Kaisanlahti määrittää keskeisiä oikeustaloustieteellisen tutkimuksen mittareita tehokkuustavoitteen määrittämiselle. Ensimmäisenä mittarina hän viittaa niin kutsuttuun Kaldor-Hicks -testiin, jonka mukaisesti lainsäädännöllä tai muulla yhteiskunnan käytettävissä olevalla välineellä aikaansaattava muutos on tarkoituksenmukainen silloin, kun muutoksesta etua saavien henkilöiden yhteenlaskettu hyöty on suurempi kuin muille yhteisesti aiheutuva haitta, eli arvonnousun pitää toteutua yhteenlaskettuna kaikkien osakkeiden saamista hyödyistä ja haitoista, jotta se olisi taloudellisesti tehokas. Arvonnousu on itsessään ilmaus tehokkuuden lisäyksestä: olennaista on vain se, että taloudellinen tehokkuus yhteiskunnassa lisääntyisi omistuksen keskittymisen myötä. Testin taustalla on siis käsitys, että etua saavat voisivat periaatteessa kompensoida muutoksesta kärsiville henkilöille heidän tappionsa.¹⁷

Kaldor-Hicks -testiä vaativampi taloustieteen mittari tehokkuudelle on niin sanottu Pareto-testi. Sen mukaan tehokkuuden lisäys tarkoittaa vähintään yhden osapuolen hyötymistä muutoksesta ilman, että muille osapuolille aiheutuisi siitä haittaa. Jotta muutosta voidaan pitää Pareto-tehokkaana se ei saa haitata ketään, ei yhtäkään osapuolista. Edellytys on niin ankara, että Pareto-testi tavanomaisesti antaa kielteisen vastauksen kysymykseen, tulisiko joku muutos toteuttaa.¹⁸

Kaisanlahti korostaa perustellusti, että muotoiltaessa taloudellisen tehokkuuden käsite Kaldor-Hicks -testin avulla, se on ilmeisessä ristiriidassa esimerkiksi osakkeenomistajien keskinäisen suhteen perustana olevan yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa. Tämän ristiriidan vuoksi ei kuitenkaan ole tarpeen leimata taloudellista tehokkuutta yhtiöoikeudelle vieraaksi tekijäksi; tehokkuuden käsite on muokattavissa yhdenvertaisuuden huomioimista varten. Tehokkuus ymmärretään tällöin tavoitteeksi, jossa omistajakunnan pääomasijoitukselle pyritään saamaan paras mahdollinen arvonnousu ilman, että kenellekään osakkeenomistajista – olipa hän enemmistö- vai vähemmistöomistaja – aiheutuu haittaa, eli tämä olisi Pareto-testin mukainen tulema.¹⁹

Tutkimukseni III.2 luvussa arvioin Pareto-testiin nojautuen, nykyistä YrSanL:n mukaiseen yrityssaneerausmenettelyyn perustuvaa yrityksen velan uudelleenjärjestelymenettelyä uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn verrattuna. Arvioin edelleen esimerkkinä yhtiön osakkeisiin kohdistuvista järjestelyistä Pareto-testin kautta nykyiseen lakiin perustuvaa yhtiön julkista ostotarjousmenettelyä uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn perustuvaan

¹⁶ Kalle Määttä, Oikeustaloustieteen perusteet, Edita Publishing Oy, 2016, s.12.

¹⁷ Timo Kaisanlahti, Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta, Oikeustiede Jurisprudentia 2002:XXXV, s. 80-81.

¹⁸ Idem, s. 81-82.

¹⁹ Idem, s. 83.

menettelyyn verrattuna. Molempia vertailuja täydennän arvioilla menettelyiden oikeudenmukaisuudesta.

Scheme of Arrangement -menettely on prosessuaalinen mekanismi, joka mahdollistaa hyvin eri tyyppisten järjestelyjen toteuttamisen. Englannin oikeuden tulkintakäytännöstä on kuitenkin löydettävissä selkeä tulkintalähtökohta, jonka perusteella voi perustellusti argumentoida menettelyiden täyttävän lähtökohtaisesti Pareto-testin mukaisen edellytyksen. Menettelyyn sisältyy ensinnäkin edellytys luokakohtaisista äänestyksistä kaikissa niissä tilanteissa, joissa menettelyn kohteena olevien osapuolten oikeudet poikkeavat toisistaan. Jaksossa II.1.3. käsitellään yksityiskohtaisesti tuomioistuinten vahvistuskäytäntöjä, joissa on asetettu edellytykseksi vahvistamiselle, että menettely on kohtuullisesti hyväksyttävä kuhunkin luokkaan (hypoteettisesti) kuuluvan järkevän (*intelligent*) ja rehellisen (*honest*), omaa asemaansa harkitsevan henkilön näkökulmasta. Menettelylle on olennaista, että merkittävä enemmistö kunkin luokan osakkaista tai velkojista on tätä ennen yhtiön esittämää menettelyä jo kannattanut. Kolmiodraamassa yhtiön, sen kunkin luokan enemmistön ja vähemmistön välillä voidaan näin perustelluissa olosuhteissa tuomioistuimen hyväksynnällä estää vähemmistöä aiheuttamasta vahinkoa yhtiölle ja saman luokan enemmistölle, kuitenkin edellyttäen, että myös ”kolmannen järkevän ja rehellisen” henkilön näkökulmasta menettelyä on pidettävä kohtuullisesti hyväksyttävänä myös sitä vastaan äänestäneille.

Mähönen tiivistä tulkintateoriassa oikeudellisen pragmatismiin liittyvää oikeudellista päättelyä käytännöllisen järjen käytöksi. Kuten hän osuvasti jatkaa: Taloustiede on apuna juuri käytännöllisen järjen käytössä: taloustieteen avulla voidaan perustellusti ennustaa käytössä olevien oikeudellisten keinojen suhdetta haluttuihin päämääriin, toisin sanoen normien ”tehokkuutta”, tässä mielessä hyvyttä, sekä ennakoita miten säännöt vaikuttavat yksilöiden käyttäytymiseen.²⁰ Samanlainen taloudelliseen pragmatismiin perustuva lähtökohta liittyy sääntelyteoreettiseen tutkimukseen; uusia harkittavana olevia säädöksiä tulee tarkastella toisaalta sen kannalta, mikä niihin siirtymisen vaikutus on taloudellisen tehokkuuden lisääntymisen kannalta sekä toisaalta oikeudenmukaisuuden, erityisesti yhdenvertaisuuden näkökulmasta.

Law and economics -ajattelun korostamista oikeustieteessä on kuitenkin osattava pitää suitsissa. Tolonen on terveellisenä muistutuksena kääntänyt oikeuden ja talouden tarkastelun dynamiikan perustellusti käänteiseksi, tarkastellen taloustiedettä tutkimuksen objektina ja oikeustiedettä subjektina. Syvemmälle taloustieteeseen mennessä hän viittaa perustellusti taloustieteellisten käsitteiden relatiivisuuteen: *”taloudellinen tehokkuus Keynesin ajattelutavassa on selvästi toinen asia kuin mikrotaloudellinen tehokkuus. Sen sijaan mainittua käsitettä ei yleensä [oikeustaloustieteessä, kirjoittajan huomio] analysoida. Se on tyypillinen ’substanssikäsite’ Kelsenin tarkoittamassa mielessä. Käsitettä käytetään, vaikka ei tiedetä mikä on kyseisen käsitteen referenssi. Law and economics –doktriinissa tapahtuu juuri näin. Opin avainkäsitettä ’taloudellinen tehokkuus’ ei koskaan problematisoida.”*²¹

²⁰ Jukka Mähönen, Taloustiede lain tulkinnassa, Lakimies 1/2004, s. 63-64.

²¹ Juha Tolonen, Talouden oikeustiedettä, Edilex, lakikirjasto, 2007, s. 247, saatavilla: <www.edilex.fi/lakikirjasto/4344>, versio 15.7.2019.

Sääntelyteoreettisessa tutkimuksessa on kuitenkin tärkeää pystyä ylittämään tieteenalojen raja-aitoja. Edellä mainitsemani "suitset" huomioiden on vähintään perusteltua hakea tutkimuksissa perusteluja erityisesti taloustieteen puolelta. On mielenkiintoista havaita, että taloustieteen puolella on myös tapahtunut lähentymistä perinteisen oikeustieteen alueille. Bengt Holmströmin tutkimusteemat ovat tästä hyvänä esimerkkinä. Hänen väitöskirjaansa perustuvassa artikkelissa "Moral Hazard and Observability" tutkitaan esimerkiksi sitä, minkälaista informaatiota työsuhteiden sopimuksissa tulisi käyttää. Tutkimuksen informatiivisuusperiaatteen mukaan sopimuksissa tulisi käyttää kaikkea sitä informaatiota, joka kertoo jotain työntekijän valitsemasta työpanoksen tasosta. Informaatiolla on arvoa, mahdollisimman laajoihin mittareihin perustuvilla suoritearvioinnilla, jotka ovat informatiivisia työntekijän työpanoksesta voidaan parantaa yrityksen tuloksellisuutta. Holmströmin tutkimukset ovat palvelleet merkittävästi yritysten kannustinjärjestelmissä noudatettavia sopimuskäytäntöjä:

*"By creating additional information systems (as in the cost of accounting, for instance), or by using other available information about the agent's action or the state of nature, contracts can generally be improved."*²²

Douglas Baird määritteli vuonna 1997 rohkean uteliaisuuden päämäärää law and economics -tutkimukselle. Se toimii myös tämän tutkimuksen tavoitteena, yhtiöoikeus voi kehittyä vain yritysten toimintaympäristön muutoksia ja vertailtavia sääntelymahdollisuuksia arvioiden:

*"For many years, Law and Economics has provided tools for scholars interested in understanding the law regulating the capital structure of firms. The simplest question one can ask about capital structure is why a firm should have more than one kind of investor. We see equity holders and many different kinds of creditors. Why should this be? Why should there even be debt and equity? Is an investor who holds debt more likely to be repaid only because an equity holder is less likely? Merton Miller unraveled this mystery with Franco Modigliani. Modern securities markets can be traced to their insights. Option and derivative trading rest solidly on the idea of put-call parity and in turn on the Modigliani and Miller irrelevance propositions. Miller's work has led to trillions of dollars of economic activity. If he enjoyed even the smallest royalty from the use of his work in securities markets, he would be the richest man in the world."*²³

1.5 Maksukyvyttömyysoikeudellinen teoria tutkimukseen liittyen

Tämän tutkimuksen teoreettinen pohja ei rajoitu pelkästään perinteisesti yhtiöoikeuden puolella noudatettuun tutkimustraditioon. Olen edellä todennut, että tutkimuksellani on selkeä liittymä yhtiöoikeuden ohella maksukyvyttömyysoikeuteen. Yhtiön velkoja koskeva yhtiöoikeudellinen

²² Bengt Holmström, Moral Hazard and Observability, The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No.1 (Spring 1979), s. 89; ks myös Antti Kauhanen, Bengt Holmströmin keskeiset tutkimukset sopimuksista ja kannustinjärjestelmistä, Kansantaloudellinen aikakauskirja 4/2016, s. 380-391.

²³ Douglas G. Baird, The Future of Law and Economics: Looking Forward, The University of Chicago Law Review, Vol. 64, 4/Fall 1997, s. 1131.

uudelleenjärjestelymenettely voi liittyä myös maksukyvyttömyystilanteisiin, vaikka näin ei välttämättä ole. Kuvaan eri menettelyiden käyttöalueita tarkemmin jaksossa X.1. hypoteettisen matriisin kautta, jossa kuvataan menettelyitä dimensiossa yhtiön taloudelliseen ja rahoitukselliseen asemaan. Matriisin tavoitteena on havainnollistaa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn laajaa käyttöaluetta perinteiseen saneerausmenettelyyn verrattuna.

Tarkastelen menettelyä keskeisten maksukyvyttömyysoikeuteen liittyvien velkojan asemaa koskevien teoreettisten perusteiden kannalta, erityisesti velkojien täytäntöönpano-intressin ja saneeraus- eli elvytysintressin välisessä dynamiikassa. Kansainvälisessä ”law and economics” -maailmassa maksukyvyttömyysoikeuden teoreettinen tutkimus on erityisen merkittävä osa tutkimusta. Jaksossa IV.2. käsittelem edelleen tutkimusteemaani erityisesti menettelyissä noudatettaviin etusijajärjestyksiin liittyvän kansainvälisen oikeusteoreettisen keskustelun pohjalta. On tärkeää muistaa, että maksukyvyttömyysoikeus muodostaa yrityksen ja sen sidosryhmien välisten relaatioiden määrittelyssä systeemin teoreettisen ytimen, siihen lopulta nojautuu koko järjestelmän toiminta. Suomalaisessa maksukyvyttömyysoikeudessa on Risto Koulun tuotannon ohella ollut vain muutamia väitöskirjatasoisia tutkimuksia, jotka tarkastelevat taloudellisen dynamiikan kautta maksukyvyttömyysoikeutta. Kommentoin jo vuonna 1992 Talouselämän artikkelissa yhdysvaltalaiseen Michael Bradley’n ja Michael Rosenzweig’in artikkeliin ”The Untenable Case for Chapter 11”²⁴ pohjautuen hallituksen esitystä uudeksi yrityssaneerauslainsäädännöksi.²⁵ Bradlin ja Rosenzweig’in artikkelin dynamiikka toimii tänäkin päivänä, nuoren pankkijuristin referenssiartikkelin poleeminen luonne ei välttämättä. Artikkelissa tutkittiin empiirisen aineiston kautta Yhdysvalloissa toteutettua vuoden 1978 konkurssilain muutosta. Keskeinen tutkimuskysymys oli, lisäksi toteutettu konkurssilain muutos sosiaalista hyvinvointia edistämällä tehokkaampaa yritysten varallisuudenhallintaa. Mikäli näin olisi ollut, se olisi tutkimuksen oletusten mukaisesti merkinnyt yritysten jatkamisedellytysten parantumista ja velkojien sekä osakkaiden menettelyistä saamiensa jako-osuuksien kasvamista. Empiirisen aineiston perusteella näin ei ollut kuitenkaan tapahtunut.

Oikeustaloustieteen näkökulmasta insolvenssioikeuden perusdynamiikka liittyy konkurssin rooliin ja merkitykseen taloudessa. Risto Koulun tarkastelee tätä dynamiikkaa itävaltalaisen taloustieteilijän Joseph Schumpeterin (1883–1950) kehittämän ns. luovan tuhon teorian kautta:

*”Tämä teoria tarjoaa yhtäältä justifikaation markkinatalouden konkurssi-instituutiolle, toisaalta se lyö lukkoon modernin insolvenssioikeuden kaksoistavoitteen. Insolvenssioikeuden tehtävänä nimittäin on lopettaa elinkelvoton yritystoiminta ja varata elinkelvottomalle jatkamisen mahdollisuus.”*²⁶

Schumpeterista Koulun toteaa aiheellisesti, että hän ei ollut sellainen konkurssin taloudellisen funktion teoreetikko, millaiseksi myöhempi aika on hänet mieltänyt. Luovan tuhon teoria sinänsä oli Schumpeterille pelkkä sivujuonne hänen osoittaessaan, että sosialismi tulisi pitkällä tähtäimellä lyömään

²⁴ Michael Bradley, Michael Rosenzweig, ‘The Untenable Case for Chapter 11, Yale Law Journal, Vol 101, Issue 5/1992, 1043-1095.

²⁵ Matti Engelberg, Haaste yrityksen saneeraukselle, Talouselämä 33, 1992, s.18-19.

²⁶ Risto Koulun, Kuka uskoo herra Schumpeteria?, Edilex, 2005, s. 86.

kapitalismin vallitsevana talousjärjestelmänä. Hänen teoriansa otti pikemminkin esiin luovan yrittäjän merkityksen innovaatioiden kehittäjänä eli konkurssi ei ollut välttämätön tässä sivuteemassa.²⁷

Hupli on väitöskirjassaan hahmottanut ansiokkaasti tähän alueeseen liittyvän modernin insolvenssioikeuden kaksoistavoitteen teorian dynamiikkaa. Hänen kuvauksensa mukaisesti velkojien täytäntöönpanointressi voidaan ymmärtää vastakohtaksi yrityksen saneeraus- eli elvytysintressille. Saneerausintressillä tarkoitetaan velallisyriityksen (ja sitä ympäröivän laajemman yhteisön) tarvetta ja oikeutta rajoittaa velkojien oikeuksien toteuttamista, jotta velallisen ongelmia voitaisiin korjata pidemmän aikavälin suunnittelulla, ilman jatkuvaa pakkotäytäntöönpanouhkaa. Teoreettisen vastakohta-ajattelun perusteena on ajatus siitä, mitä laajemmin velkojien oikeuksia toteutetaan, sitä huonommin saneerausintressi toteutuu – ja päinvastoin.²⁸

Tuoreessa teoksessaan hollantilainen Nicolaes Tollenaar korostaa tarvetta hybrideihin päätöksentekomalleihin liittyen saneerausmenettelyjen päätöksentekoon:

*“Decision-making in the context of a plan procedure that is to serve as an effective insolvency instrument requires a governance model with a hybrid character, with both democratic and judicial elements. Not all decisions in the context of a plan procedure can be taken democratically. Democratic decision-making must be supplemented with judicial decision-making. The distinction between those decisions that require a court decision and those that can be decided democratically is a second theme that runs through this book.”*²⁹

Tollenaarin kirjassa korostuva velkojien suojan lähtökohta on toki perusteltua pitää mielessä kaikissa maksukyvyttömyysoikeudellisissa menettelyissä. Huolimatta siitä, että Uudelleenjärjestelydirektiivin lähtökohtana korostuu yrityksen saneerausintressi, katson, että siinä on löydetty kohtuullinen tasapaino eri intressitahojen etujen yhteensovittamisessa.

EU komission tutkimus korostaa erityisesti ennakoivaa yhtiön saneerausintressiä myös ja erityisesti velkojien edun näkökulmasta, mikä on tärkeää ottaa huomioon tässä dynamiikassa.³⁰ Aihealueeseen liittyy keskeisesti myös kansainvälisen maksukyvyttömyysoikeuden piirissä käytävä keskustelu niin kutsuttujen absolute ja relative priority rule -periaatteiden eroista, eduista ja paremmuudesta toisiinsa nähden menettelyissä, joissa päädytään yhtiön saneeraukseen.

Yhdysvaltalaisen maksukyvyttömyysoikeuden taustoittamiseksi USA:n maksukyvyttömyysoikeudellisen oikeustaloustieteellisen ajattelun lähtökohta kiteytyy hyvin Michelle Whiten artikkelissa:

“For corporations in financial distress, both the size of the pie and its division depend on whether the corporation liquidates versus reorganizes in bankruptcy and corporate bankruptcy law

²⁷ Idem, s. 85-86.

²⁸ Tuomas Hupli, Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa, Suomalainen Lakimiesyhdistys, Jyväskylä 2004.

²⁹ Nicolaes Tollenaar, Pre-Insolvency Proceedings, A Normative Foundation and Framework, Oxford University Press, 2019, s. 2.

³⁰ EU Commission, The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, Discussion Paper 004/September, 2015.

includes rules for deciding whether reorganization or liquidation will occur. When corporations liquidate, the size of the pie is all of the firm's assets. The size of the pie reflects the doctrine of limited liability, which exempts corporate shareholders from liability for the corporation's debts beyond loss of their shares. The proceeds of liquidating the corporation's assets are used to repay creditors. The division of the pie follows the absolute priority rule (APR), which carries into bankruptcy the non-bankruptcy rule that all creditors must be paid in full before equityholders receive anything. The APR also determines the division of the pie among creditors and requires that higher-priority creditors be repaid in full before lower-ranking creditors receive anything. Thus under the APR, each class of creditors either receives full payment of its claims or nothing at all (except that the lowest-ranking class of creditors to be repaid receives partial payment).

When corporations reorganize rather than liquidate in bankruptcy, the reorganized corporation retains most or all of its assets and continues to operate. The funds to repay creditors then come from the reorganized firm's future earnings rather than from sale of its assets. The rules for dividing the pie in reorganization also differ from those in liquidation. Instead of dividing the assets so that creditors receive either full payment or nothing, most creditors receive partial payment and pre-bankruptcy equityholders receive some of the reorganized firm's new shares. Bankruptcy law again provides a procedure for determining both the size and division of the pie, but the procedure involves a negotiation.”³¹

Tämän tutkimuksen pääteema liittyy mahdollisuuteen säätää kansainvälisten verrokkien mukaisesti yksinkertainen oikeudellinen menettely estämään saman velkojaluokan (tai osakkeenomistajaluokan) vähemmistöä käyttämästä väärin niin kutsuttua holdout -asemaansa. Teemani ei niinkään liity edellä kuvattuun ”piirakan jakamiseen” liittyvään maksukyvyyttömyysoikeuteen, mutta dynamiikka relatiivisen ja absoluuttisen etuoikeusajattelujen välillä ei voi myöskään jäädä vaille huomiota. On kuitenkin tärkeä erottaa Scheme-menettely, jossa lähtökohtaisesti on saatava suostumus kaikilta niiltä osakkeenomistajalta tai velkojaluokilta, joiden oikeuksiin menettelyssä puututaan (luokan sisäinen hold out -kysymys), absolute- ja relative rule -periaatteiden tarkoittamasta pakkovahvistamistilanteesta, jossa menettely hyväksytään sitovaksi sitä vastustanutta kokonaista velkoja- tai osakkeenomistajaluokkaa kohtaan.

Tutkimusteemani kannalta on huomattava, että molempien merkittävien rahoitusmarkkinoiden, sekä Yhdysvaltojen että Ison-Britannian lainsäädäntöön sisältyy niin kutsuttu work out -menettely, joka antaa mahdollisuuden vahvistaa tuomioistuimen ulkopuolella yhtiön ja saman velkojaluokan enemmistön kanssa tehty ”workout” -sopimus sitomaan myös saman luokan vähemmistöä, ilman tarvetta kokonaisvaltaiselle saneerausmenettelylle. Yhdysvalloissa menettely on osa maksukyvyyttömyysoikeutta, Ison-Britannian oikeudessa puolestaan osa yhtiöoikeutta.

Käytän verrokkina Englannin oikeuden mukaista menettelyä, mutta lähtökohdiltaan rinnasteisen USA:n menettelyn workout -mekanismi tiivistyy Whiten kuvauksessa seuraavasti:

³¹ Michelle J. White, Economic analyses of Corporate and Personal Bankruptcy Law, NBER Working Paper Series 11536/2005, s. 2, saatavilla: <<http://www.nber.org/papers/w11536>>, versio 11.1.2019.

"Managers in turn have two ways to increase the probability that workout proposals succeed. One is that if the workout proposal is supported by at least two-thirds of creditors in each class (by value), then managers can file for bankruptcy under Chapter 11 and use the workout proposal as the firm's reorganization plan. This is because, in bankruptcy, only a two-thirds majority of each class of creditors is needed for adoption of the plan. Using a workout proposal as a Chapter 11 reorganization plan is referred to as a prepackaged bankruptcy, or "prepack." Even though prepacks involve a bankruptcy filing, they are much quicker and less costly than normal bankruptcies."

Yhdysvalloissa Tashjian ym. ovat tutkineet empiirisen aineiston perusteella eroja kokonaisvaltaisen, kaikkia velkojia koskevan Chapter 11 -perusteisen saneerausmenettelyn ja edellä kuvatun workout -menettelyn välillä. He ovat todenneet, että workout -menettelyissä on toteutumana pienempi poikkeama absolute priority rule:een nähden kuin Chapter 11 mukaisissa saneerausmenettelyissä, toisin sanoen velkojat saivat paremman lopputuloksen workout -menettelyissä, kuin Chapter 11 -menettelyissä.³²

Tashjian ym. korostavat, että vertailu workout -menettelyjen ja traditionaalisen saneerausmenettelyn välillä ei ole suoraan tehtävissä järjestelmien eron vuoksi, mutta menettelyjen tehokkuutta voidaan arvioida epäsuorien mittareiden kautta vertaamalla menettelyihin kuluva aikaa, kustannuksia sekä kuinka paljon menettelyissä poiketaan absolute priority -periaatteesta:

*"Investigations of alternative procedures for reorganizing financially distressed firms are motivated, at least in part, by concerns that an inefficient bankruptcy reorganization procedure can lead to the dissipation of corporate resources or to the inefficient allocation of capital both before and after the firms become financially distressed. The most efficient reorganization procedure is the one that creates (or preserves) the greatest value net of all costs. Unfortunately, efficiency cannot be observed directly. However, a number of indirect measures of efficiency, such as the length of time required to reorganize, the direct fees associated with the reorganization, the degree to which absolute priority is violated, and recovery rates by creditors, are observable."*³³

Tashjian ym. tutkimus on hyödyllinen erityisesti hahmottamaan järjestelmien eroja. Tutkimuksen lopputulokset eivät osoita merkittäviä toteutumaeroja eri menettelyjen välillä, mitä on pidettävä luonnollisena, perustuen siihen, että velkojien valinta menettelyjen välillä tapahtuu rationaalisesti. On huomattava, että Tashjian ym. tutkimuksen "laboratorioympäristössä" osapuolten valittavana on ollut eri menettelyjen vaihtoehdot, toisin sanoen rationaalisen valinnan kautta on myös oletettavaa, että velkojat päätyvät itselleen suotuisaan menettelyyn. Lopputuloksena korostuu kuitenkin, että eri tilanteissa osapuolilla olisi tärkeää olla valittavissa vaihtoehtoisia menettelyjä sekä velallisen, että velkojien etujen kannalta:

³² E. Tashjian, R.C.Lease, J.J.McConnell, Prepacks: An empirical analyses of prepacked bankruptcies, Journal of Financial Economics 40 1996, s. 135-162.

³³ Idem, s. 136.

*"From an economic perspective, the results reported in this paper support the intuitively appealing idea that the various mechanisms for reorganizing financially distressed firms lie along a continuum, with creditors and debtors free to choose the form that provides the greatest benefit at the lowest cost given their unique circumstances. We provide information that may be useful to creditors and debtors confronted with that choice."*³⁴

Sääntelyteorian kannalta tässä tutkimuksessa ei valitettavasti ole ollut mahdollista luoda suoraa empiiristä vertailua workout -menettelyn ja perinteisen saneerausmenettelyn välille, koska suomalainen järjestelmä ei Englannin ja USA:n tavoin sisällä workout -mekanismeja. Jaksossa III vertailen kuitenkin menettelyjä sillä hypoteettisella oletuksella, että lainsäädäntöämme olisi uudistettu perustuen Eurooppalaisen malliosakeyhtiölain mukaiseen malliin yhtiöoikeudellisesta uudelleenjärjestelymenettelystä.

1.6 Tutkimuksen teoria ja polkuriippuvuus

Mark Roe kuvaa osuvasti kaaoksen ja evoluution välistä dynamiikkaa oikeustaloustieteessä. Klassisella evoluutioparadigmalla on keskeinen osa oikeustaloustieteessä. Roen argumentaatiossa kehityksen toteutumaa pidetään usein sellaisenaan presumptiona tehokuudesta; jos lopputulos ei olisi tehokas, sen olisivat haastaneet tehokkaammat verrokkivaihtoehdot. Klassinen "darwinistinen" evoluutioteoria ei kuitenkaan usein pysty selittämään merkittäviä kehitystrendejä. Kansallisessa järjestelmässä toimivien liikeyritysten kilpailussa teoria toimii hyvin, mutta ei niinkään kansallisten oikeudellisten järjestelmien sisäisessä tai ulkoisessa vertailussa.³⁵

Tätä eroa voidaan selittää Roen kolmen paradigman avulla. Ensimmäinen liittyy kaaosteoriaan. Tarkasteltavista ilmiöistä ainakin osa on sensitiivisiä alkuperäiselle olosuhteelle. Pieni muutos alkuperäisiin olosuhteisiin nähden voi aikaansaada ilmiöön erittäin ison muutoksen. Tästä aiheutunut kaaos ei välttämättä merkitse epäjärjestystä, mutta tarkkoja arvioita siitä, mihin rakenne olisi muotoutumassa voi olla vaikeaa tehdä.

Toinen paradigma liittyy evoluutioon itseensä. Kehityksen lopputuloksena voi olla tehokkaimman systeemin säilyminen, mutta se ei välttämättä merkitse edistystä tai parannusta aikaisempaan. Kiipeilijöiden valloittaessa mäkeä, voi luonnollisen valinnan kautta valikoitua parhaaksi hyvä kiipeilijä, mutta jos edessä on reitti, jossa on jatkossa myös alamäkiä ja uusia ylämäkiä, paras kilpailija voikin olla se, joka etenee reitillä myös alaspäin kyvykkäimmin.

Kolmantena paradigmana on polkuriippuvuus. Paradigman perustana on tarina vanhasta mutkittelevasta tiestä, jonka mutkittelua selitti, että se ensinnäkin esti kulkijaa joutumasta lähelle vaarallisia metsäalueita, jossa sudet vaanivat ja toisaalta se yhdisti hajallaan reitin varrella sijaitsevia taloja. Matkustajat jatkoivat

³⁴ Idem, s. 156.

³⁵ Mark J. Roe, Chaos and Evolution in Law and Economics, 109 Harv. L. Rev. 641 (1996), s. 641-644.

kulkemista mutkittelevalla tiellä, vaikka vaaran aiheet olivat poistuneet uuden asutuksen ja metsästyksen myötä. Tietä levennettiin ja sen varrelle sijoitettiin asutusta ja teollisuutta, mutta tie noudatti edelleen samaa reittiä. Nyt olisi aika suoristaa tietä, mutta kehityksen seurauksena suoristamiseen liittyä aikaisemman kehityksen haasteet, jotka pahimmassa tapauksessa estävät uuden suoran tien rakentamisen.

Roen kolme paradigmaa ilmentää niitä haasteita, joita sääntelyteorian harrastajilla on edessään. Hänen artikkelinsa tyypittää polkuriippuvuuden ilmiön edelleen kolmeen kategoriaan: (i) heikkoon polkuriippuvuuteen, (ii) keskivahvaan polkuriippuvuuteen sekä (iii) voimakkaaseen polkuriippuvuuteen.

Ensimmäistä, heikkoa polkuriippuvuutta, hän ilmentää esimerkiksi talouden kehityksestä USA:ssa ja Saksassa. Yhdysvalloissa talous kehittyi pitkälti vahvan pääomamarkkinan ja vahvojen yhtiöiden johtajien kautta, jotka korvasivat sikäläisen pankkijärjestelmän heikkoutta. Saksassa ja Japanissa talouden kehityksen voimana oli puolestaan pankkikeskeinen järjestelmä, mutta se piti yhtiöiden johtoa heikossa asemassa. Molemmissa järjestelmissä taloudet kehittyivät, eli näissä kummassakin vaihtoehdossa alkuperäinen polku oli heikko selittämään sitä mihin kehitys etenee. Vastaava kehitys olisi ollut mahdollinen myös verrokkimallin kautta.

Toisen tyyppin polkuriippuvuus puolestaan johtaa tehottomalle, keskivahvan riippuvuuden polulle. Jos olisimme tienneet tätä polkua valitessamme, mitä tiedämme tänään, emme olisi valinneet kyseistä polkua. Mutta koska investointi polkua varten on tehty, sen uusiminen ei ole kuitenkaan taloudellisesti kannattavaa.

Kolmantena vaihtoehtona on päätyminen vahvasti polkuriippuvaiselle polulle. Tämä polku on jo niin tehoton, että sen muuntaminen uudeksi tieksi kannattaa kaikista yhteenlasketuista muutostalouduksista huolimatta.³⁶

Roe kuvaa edelleen polkuriippuvuuteen liittyviä paradigmoja tutkimusteemaani hyvin liittyvällä esimerkiksi Yhdysvaltojen joukkovelkakirjalainojen koskevan konkurssilainsäädännön todellisesta polkuriippuvuudesta. Yhdysvalloissa on ollut jo 1900-luvun alkupuolelta asti laaja ja kehittynyt joukkolainamarkkina. Aikaisemmassa joukkolainojen koskevassa lainsäädännössä oli kuitenkin kielletty sellaisten joukkolainojen ehtojen muutokset, jotka muuttivat lainan maturiteettia tai pääomamäärää, vaikka enemmistö lainanantajista hyväksyisi muutokset. Lain määräys tuntui anomialta, muissa vastaavissa tilanteissa ei ollut vastaavia rajoitteita. Säädös pysyi kuitenkin voimassa muuttumattomana vuosikymmeniä, koska uudelleenjärjestelytilanteita ei esiintynyt merkittävästi. Säädös oli syntynyt vuonna 1928 perustuen siihen, että siirrettävänä sitoumuksena ei voitu pitää siirrettävistä haltijalainoista ("New York's Negotiable Instruments Law") annetun lain perusteella sellaista sitoumusta, jonka summa ja eräpäivät olivat muutettavissa. Suuremman riskin "high yield" -joukkolainojen markkinan kasvu kuitenkin aikaansai merkittävän määrän tilanteita, joissa uudelleenjärjestelyä tarvittiin. Vuonna 1978 tehtiin lopulta konkurssilainsäädäntöön muutos, joka mahdollisti joukkolainojen ehtoja koskevan sitovan äänestyksen konkurssimenettelyn ulkopuolella päättämään myös joukkolainojen määrän ja eräpäivän muutoksista, kuitenkin edellyttäen, että menettely vahvistetaan formaalissa

³⁶ Idem, s. 643-653.

maksukyvyttömyysmenettelyssä. Tätä menettelyä kutsutaan ”pre-pack bankruptcy” -menettelyksi. Vastaavia tilanteita varten on kehittynyt muitakin viranomaisten hyväksymiä vaihtoehtoisia transaktioteknikoita, joilla on voitu muokata uudelleen lainapääomaa ja/tai lainojen eräpäivää äänestysmenettelyn kautta myös ilman maksukyvyttömyysmenettelyä.

Roe kuvaa nykyistä, uudistetulla lainsäädännöllä saavutettua tilannetta esimerkiksi heikosta polkuriippuvuudesta. Malli on edelleen lainsäädäntöteknisesti epätydyttävä, koska rasisitteena on lakiin edelleen sisältyviä rajoitteita muutoksille, jotka kuitenkin on tyydyttävästi pystytty korvaamaan vaihtoehtoisilla menettelyillä. Alkuperäistä joukkolainojen uudelleenjärjestelyä estävää säännöstä hän pitää kuitenkin esimerkkinä vähintään keskivahvasta, ellei paremminkin voimakkaasta polkuriippuvuudesta: tätä lakia ei säädettäisi tänään. Siitä aiheutuisi kustannuksia verrattuna tiehen, joka mahdollistaisi joukkolainojen uudelleenjärjestelyt *de novo*.³⁷

Sääntelyteoreettisessa tutkimuksessani hahmotan esittelemääni yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyviä polkuriippuvuusnäkökohtia. Polkuriippuvuus on mielestäni ymmärrettävä neutraaliksi lähtökohdaksi arvioitavana olevalle sääntelyvaihtoehdolle. Muutoksia harkittaessa on Roen mallin mukaisesti arvioitava muutoksen vaikutuksien etuja sen aiheuttamia kustannuksia vastaan. Jos arviossa päädytään siihen, että vanhaa säädöstä on pidettävä vahvan tai vähintään keskivahvan polkuriippuvuuden tuloksena, on syytä harkita lain uudistamista. Jaksossa X.2.2. arvioin tutkimukseni polkuriippuvuuteen liittyviä kysymyksiä edelleen toisaalta markkinoiden rakenteisiin liittyvien sekä toisaalta säädöksiin perustuvien tekijöiden kannalta.

De lege ferenda -tutkimukseen liittyy edelleen tärkeänä kysymyksenä arvio verrokkeina käytettäviin oikeudellisiin siirrännäisiin liittyvistä kysymyksistä. Harkittaessa lain muutosta ulkomaista verrokkilainsäädäntöä esimerkkinä käyttäen, tulee arvoida siirrännäiseen liittyvää dynamiikkaa.

1.7 Yhtiöoikeuden päämies–agentti -teoria ja sopimusverkoteoria sekä suhde riskiteoriaan

Tutkimukseni liittyy yhtiön ja sen keskeisten sidosryhmien aseman sääntelyyn. Tutkimuksen oikeustaloustieteellisen lähtökohdan ohella siihen liittyy myös yhtiöoikeuden päämies–agenttiteoria ja siihen liittyvät kysymykset. Viittasin jo edellä John Armour ym. kuvaukseen keskeisestä modernin yhtiöoikeuden päämies–agentti -teorian kysymyksenasettelusta:

*”Indeed, much of corporate law can be usefully understood as responding to the three principal sources of opportunism: (i) conflicts between managers and shareholders, (ii) the conflicts amongst its shareholders and (iii) conflicts between the shareholders and other constituencies of the company, including its creditors and employees.”*³⁸

³⁷ Idem, s. 661-662.

³⁸ John Armour, Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, s. 1-15.

Keskeisenä tutkimuskysymyksenäni on yhtiön osakkaiden tai yksittäisen osakkeenomistajaluokan enemmistö- ja vähemmistöoikeuksien keskinäinen sääntely sekä yhtiön velkojien tai yksittäisen velkojaluokan enemmistö- ja vähemmistöoikeuksien sääntely. Laajassa näkökulmassa tutkimukseni kohteena on myös politologinen kysymys mahdollisimman optimaalisesta mallista säännellä yhtiön eri rahoitusinstrumenttien luokkien sisäisiä keskinäisiä oikeuksia, lähtökohtana yhtiön edun näkökulma.³⁹ Modernin yhtiöoikeuden systematiikan perusteella tutkimuksen kohde liittyy selkeästi yhtiöoikeuden kontekstiin. Yhtiön ja sen velkojien luokan enemmistön ja vähemmistön välisen ristiriitailanteen ymmärtäminen yhtiöoikeudellisena kysymyksenä poikkeaa kuitenkin nykyisestä suomalaisesta yhtiöoikeudellisesta ajattelusta. Tähän perustuen tutkin kysymystä erityisesti perustuen *de lege ferenda* -oikeusvertailuun.

Edellä jaksossa I.1.4. olen kuvannut insolvenssioikeuden, erityisesti maksunsaantijärjestykseen liittyvän teorian ja jaksossa I.1.3 yhtiöoikeuden oikeustaloustieteellisen teorian kannalta tutkimukseen liittyvää riskipositioperusteista näkökulmaa. Insolvenssioikeudessa riskipositioperusteinen näkökulma tiivistyy Yhdysvaltain Bankruptcy Code:n mukaiseen ”absolute priority rule” -periaatteeseen sekä saneerausmenettelyihin kohdistuvaan ”relative priority rule” -periaatteeseen ja erityiset ongelmat liittyvät muun muassa yhtiön varallisuuden arvostuskysymyksiin.

Yhtiöoikeuden puolella Seppo Villa käytti jo vuoden 1997 väitöskirjassaan riskipositioperusteista lähestymistä yrityksen rahoitusinstrumentteihin.⁴⁰ Vahtera on puolestaan tutkinut osakkeenomistajan tuoton ja riskin kombinaation (riskiposition) muotoutumista ja osakkeenomistajan omien valinnanmahdollisuuksien vaikutusta riskipositioon.⁴¹ Lautjärvi on tutkinut niin kutsuttujen välirahoitusinstrumenttien kautta sekä osake- että velkainstrumenttien riskipositioihin liittyviä haasteita silloin, kun oman pääoman ehtoiseen sijoitukseen liitetään ominaisuuksia, jotka muuttavat tämän tosiasiallista luonnetta ja sisältöä velkasijoituksen suuntaan, tai kun vieraan pääoman ehtoiseen sijoitukseen liitetään ominaisuuksia, jotka ovat tunnusomaisia osakesijoitukselle.⁴²

Maksukyvyttömyys-oikeuden puolella Koulu korostaa perustellusti, että oikeustiede kattaa vain vähäisen osan yritysten maksukyvyttömyyden tutkimuksesta. Konkurssi ja siihen rinnastettu lakisääteinen saneeraus nimittäin kuuluvat myös taloustieteiden tutkimuskohteisiin. Taloustiede on kuitenkin kiinnostunut lähinnä konkurssiin johtaneesta tapahtumakulusta, konkurssin vaikutuksesta yrityksen toimintaan ja konkurssijärjestelmän makroekonomisesta roolista eli konkurssin ”luovasta tuhosta”. Taloustieteessä laaditut analyysit yksittäisistä yrityskonkurseista antavat tietoa konkurssijärjestelmän tosiasiallisesta toiminnasta. Taloustiede arvioi myös eri insolvenssimenettelyjen taloudellista tehokkuutta. Viime vuosien suosikkiteemana onkin ollut kysymys, onko suomalainen lakisääteinen yrityssaneeraus taloudellisesti tehokas. Vaikka taloustiede välttelee oikeustieteelle ominaista normatiivista kysymyksenasettelua, se tukee paljon oikeustieteellistä tutkimusta. Myös konkurssissa vallitsevat taloustieteelliset lainalaisuudet: taloustieteellinen tieto auttaa maksukyvyttömyyttä koskeissa

³⁹ Klaus Ilmonen, *Dynamics of EU Corporate Governance Regulation –Nordic Perspectives*, Unigrafia, 2016.

⁴⁰ Seppo Villa, *Pääomalaina*, Kauppakaari Oy, 1997.

⁴¹ Veikko Vahtera, *Osakeomistuksen riski ja sääntely*, Lakimiesliiton kustannus, 2011, s. 26-27.

⁴² Kari Lautjärvi, *Välipääomarahoitusinstrumentit*, Talentum, 2015, s. 16-17.

ratkaisuissa, oli kysymys tulkinnasta tai oikeuspolitiikasta. Mitä tulee eri insolvenssimenettelyihin, taloustieteessä päähuomion on vienyt rehabilitaatio, mutta Koulun arvion mukaan taloustieteen kiinnostus myös likvidaatiokurssiin on kasvamassa.⁴³

Tässä tutkimuksessa ainoastaan sivutaan edellä kuvattua riskipositioperusteista näkökulmaa. Keskeinen peruste tähän on, että tutkimus liittyy ensisijaisesti samaehtoisen velan tai osakkeen luokan sisäisten intressien mahdollisimman tehokkaaseen sääntelyyn yhtiön edun näkökulmasta, saman luokan sisällä on vaikea argumentoida olevan ainakaan lähtökohtaisesti riskipositioperusteisia intressiristiriitoja.

Sen sijaan merkittävää painoa annetaan niin kutsuttujen hold out -positioiden mahdollisille hyväksikäyttötilanteille ja niitä koskevalle mahdollisimman tehokkaalle sääntelylle. Oikeusvertailun avulla tarkastellaan Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettelyn tehokkuutta ja oikeudenmukaisuutta sekä velkoja- tai osakkeenomistajaluokkien määrittelyn tehokkuutta verrattuna suomalaisen yrityssaneerauksen menettelyyn. Edelleen tarkastellaan hold out -positioiden vaikutusta osakkeisiin liittyviä oikeuksia koskeviin järjestelyihin, erityinen paino on vertailulla Englannin oikeuden mukaisen Scheme of Arrangement -perusteisen julkisen yhtiön osaketarjous- ja lunastusmenettelyn toteutuksesta vertailuna suomalaiseen ja laajemmin pohjoismaiseen osaketarjous- ja lunastusmenettelyyn.

Madaus korostaa maksukyvyttömysoikeuden tavoitetta antaa suojaa epäoikeudenmukaisia holdout -positioita vastaan, mutta hyväksyä (ja suojata) oikeudenmukaisia eriäviä kantoja tehden näin eron rationaalisen ja opportunistisen käyttäytymisen välillä:

”The specific task of any restructuring law consists of preventing an anticommons dilemma by overcoming unjustified holdouts while accepting (and protecting) the justified rejection of a bad plan. Only where the rejection of a restructuring proposal is not justified, a legal framework must provide means to disregard the hold-out creditor and to ensure the conclusion of a (compulsive) contract that amends or abrogates existing rights of creditors or shareholders.”⁴⁴

Tutkimukseni yhtiöoikeudellista lähtökohtaa puoltaa myös, että merkittävä osa siitä vieraan pääoman sijoitusten velkojiensuojajärjestelmästä, jolla velkojen ensisijaista maksuasemaa suhteessa osakkeenomistajiin suojataan, erityisesti yhtiön normaalin toiminnan aikana, on osa yhtiöoikeutta. Velkojen keskinäisiä oikeuksia koskevien järjestelyjen toteuttaminen maksukyvyttömyysmenettelyjen ulkopuolella olisi tarkoituksenmukaista säädellä osana yhtiöoikeutta.

Suomalaisessa käytännössä on todettu osakeyhtiöoikeudellisten riitojen osapuolina olevan useimmiten toisaalta osakeyhtiö ja toisaalta sen elinten jäseniä ja / tai osakkeenomistajia. Osakeyhtiöoikeudellisina riitoina voidaan pitää kuitenkin jo nykyisen ajattelun mukaisesti joitakin sellaisiakin riitoja, joissa riidan toisena osapuolena tai molempinakin osapuolena ovat joku tai jotkut muut kuin osakeyhtiö, sen elimeen kuuluva jäsen tai osakkeenomistaja. Esimerkkinä tällaisesta riidasta Kyläkallio ym. mainitsevat riidan

⁴³ Risto Koulou - Heidi Lindfors, *Insolvenssioikeus*, Alma Talent, 2015.

⁴⁴ Stephan Madaus, *Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law*, *Eur Bus Org Law Rev* (2018) 19, s. 636.

liittyen yhtiöjärjestyksen mukaiseen lunastusoikeuteen, jossa yhtiön ulkopuoliset riitelevät siitä, kenellä on oikeus lunastaa uudelle omistajalle siirtyneet osakkeet.⁴⁵

Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa Mähönen ja Villa kuvaavat yhtiöoikeudellisen velkojiensuojajärjestelmän rakennetta korostaen, että johdon fidusiaariset velvollisuudet suuntautuvat, yhtiön tarkoituksen mukaisesti, kuitenkin ensisijaisesti heidän ensisijaisiin päämiehiinsä eli osakkeenomistajiin. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö johdolla ole fidusiaarisia velvollisuuksia myös velkojia kohtaan. Nämä velvollisuudet ovat kuitenkin toissijaisia osakkeenomistajia kohtaan oleviin velvollisuuksiin nähden. Velvollisuudet suuntautuvat kaikkiin velkoihin kollektiivina ja täyttäessään fidusiaarisia velvollisuuksia suhteessa velkoihin johtoon kuuluvien velvollisuudet rajoittuvat lähinnä siihen, että he huolehtivat osakeyhtiölaissa tarkoitetusta yhtiön pääoman pysyvyydestä.⁴⁶

Yhtiöoikeuden selvän osakas – yhtiö relaation ohella tuntuisi luontevalta käsitellä yhtiön intressissä olevia velkojen keskinäiseen relaatioon, suhteessa yhtiöön, liittyviä kysymyksiä yhtiöoikeudellisina kysymyksinä, erityisesti tilanteissa, joissa niihin ei liity maksukyvyttömysoikeudellista dimensiota. Voidaan myös argumentoida näin tapahtuvan jo nykyisen osakeyhtiölakimme perusteella. OYL sääntelee erityiskysymyksenä muun muassa OYL 12 luvun mukaisten pääomalainojen asemasta muihin yhtiön lainantajiin nähden. Vastaavasti oikeussystematiikan kannalta olisi luontevaa, että yhtiön intressissä olevat, mihin tahansa yhtiön velkoihin liittyvät velan merkittävän enemmistön ja vähemmistön väliset ristiriitatilanteet voitaisiin käsitellä maksukyvyttömyysmenettelyn ulkopuolella yhtiöoikeudellisina menettelyinä.

Tutkimuksellani on, kuten voidaan argumentoida olevan myös koko yhtiöoikeudellisella velkojiensuojajärjestelmällä, läheinen insolvenssioikeudellinen liityntä. Tutkimusteeman ”Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely”, voidaan perustellusti argumentoida kuuluvan yhtäläisesti yhtiöoikeuden oikeustaloustieteen tutkimuksen ja edellä kuvatun päämies–agentti -teorian piiriin, kuin insolvenssioikeudellisen tutkimuksen piiriin. Tutkimukseni pyrkii käsittelemään teemaa molempien oikeustieteen perinteisteisten tieteen jaottelujen näkökulmista, käyttäen kuitenkin lähtökohtana yhtiöoikeudellista lähestymistä.⁴⁷

Tutkimusteemaa voi lähestyä myös sopimus(verkko)teorian lähtökohdista. Vahteran mukaan, jos osakeyhtiöitä tarkasteltaisiin ainoastaan puhtaan sopimusteorian kautta, voitaisiin esimerkiksi pakottavan sääntelyn oikeutusta pitää kyseenalaisena. Sopimusteorian mukaan pakottavaa lainsäädäntöä ei ole pidettävä mielekkäänä, koska se estää osapuolia pääsemästä tehokkaimpaan mahdolliseen sopimukseen. Koska osapuolilla ei ole tietämystä kaikista tulevista asioiden tiloista, ovat sopimukset kuitenkin epätäydellisiä, mikä antaa oikeutuksen pakottavalle sääntelylle.⁴⁸

⁴⁵ Juhani Kyläkallio, Olli Iirola, Kalle Kyläkallio, Osakeyhtiö I, Edita Publishing Oy, 2015, s. 63.

⁴⁶ Mähönen - Villa, 2, 2012, s. 282-287.

⁴⁷ Tutkimukseni insolvenssioikeudellista liittymää korostaa myös Euroopan komission 22.11.2016 tekemän ehdotuksen Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, painottuminen lähtökohtaisesti insolvenssioikeuden piiriin.

⁴⁸ Veikko Vahtera, 2011, s. 84-85.

Sopimusverkko teoria tarkastelee yhtiötä nimensä mukaisesti sopimusten mukaisena verkkona, jossa sen intressitahot yhdistyvät sekä sisäisin että ulkoisin sopimuksenomaisin suhtein. Keskeisenä ajatuksena on, että osakeyhtiön institutionaalinen kehikko, erityisesti lainsäädäntö, antaa työkalun kontrolloida eri intressitahojen välillä solmittavista tai solmituista sopimuksista johtuvia transaktiokustannuksia. Lainsäädännön muodostaman ilmaisen ”mallisopimuksen” avulla transaktiokustannukset voivat alentua, mikäli osapuolet valitsevat lainsäädännön vakioratkaisun. Sopimusvapaus puolestaan mahdollistaa osapuolille sopia ”mallisopimuksesta” poikkeavasti, siltä osin, kuin pakottavasta normistosta ei toisin seuraa. Sopimusverkoksi katsotaan laaja-alaisesti yhtiön oman ja vieraan pääoman rahoittajat, toisin sanoen omistajat ja velkojat, työntekijät, tavarantoimittajat, asiakkaat ja myös kilpailijat.⁴⁹

Sopimusteoreettinen lähestyminen liittyy keskeisesti myös maksukyvyttömyys oikeudelliseen teoriaan. Stephan Madaus on hahmottanut ehdotusta jakaa maksukyvyttömyys oikeus sekä uudelleenjärjestelyoikeus erillisiksi oikeusalueiksi, kuvaten uudelleenjärjestelyoikeudelle sopimusperusteista lähestymistä:

“Applying a contractual approach to restructuring law may not mean a fundamental change in the way how restructurings are done in good practice. In most jurisdictions, it is already common practice that the entrepreneur designs a plan and seeks stakeholder support. Many restructurings start early where they take the form of workout negotiations. Contract law is governing these steps anyway. The contractual approach would expand its guiding principles to proceedings that provide for court-assisted workouts: restructurings. By doing so, the approach would replace insolvency law principles. The main effect of such a replacement of normative underpinnings is a new perspective in the way to think and design restructuring frameworks. As any normative theory, the new contractual approach would allow asking the right questions when evaluating and revising a legal framework. The approach intends to prompt a re-evaluation of existing national and European restructuring frameworks. The European legislator, in particular, should revise the Commission’s Restructuring Directive proposal as far as it is relying on the application of insolvency principles. First, the approach shifts the reference point: from insolvency liquidation and valuation to contracts and expectations outside of insolvency.”⁵⁰

Madaus määrittää kuusi kriteeriä sopimusperusteisen mallin noudattamiselle. Ensimmäiseksi sopimusperusteinen lähestyminen muuttaa painopistettä likvidaatiosta sopimuksiin perustuvien odotusten arviointiin likvidaation ulkopuolella. Toiseksi sopimusperusteinen näkökulma korostaa osallisten tuen merkittävyyttä suunnitellulle järjestelylle. Kolmanneksi malli takaa markkina-arvon mukaisen osakkaiden ja velkojien oikeuksien toteutumisen perusoikeussuojan mukaisesti. Neljänneksi sopimusperusteinen malli turvaa osapuolille maksukyvyttömyysmenettelyn ulkopuolella osapuolten odotuksiin ja oikeuksiin perustuvan arvon jakautumisen, joka ei perustu suoraan niin kutsuttuun absolute priority rule -periaatteeseen, vaan testaa sopimuksia tilanteeseen soveltuvan oikeudenmukaisen kohtelun lähtökohdista. Viidentenä, toisin kuin likvidaatiossa, sopimusperusteinen malli ei sisällä, eikä sen tule sisältää, kollektiivista menettelyä, vaan menettely voi hyvin kohdistua ainoastaan niihin osapuoliin, joiden oikeuksiin ehdotetulla menettelyllä on vaikutusta. Edelleen kuudentena edellytyksenä on, että

⁴⁹ Mähönen – Villa, 2015, 179, Lautjärvi, 2015, s. 37.

⁵⁰ Stephan Madaus, 2018, s. 639.

sopimusperusteiset menettelyt ovat julkisia ainoastaan siltä osin kuin niiden julkistamiseen on olemassa oikeudellinen edellytys.⁵¹

Madauksen moderni sopimusperusteinen uudelleenjärjestelyoikeus lähestyy velallisen tilannetta perinteiseen maksukyvyttömyysoikeuteen liittyvän common pool -teorian ulkopuolelta. Likvidaatioon liittyvä – common pool – varojen riittämättömyyden ongelma ratkaistaan maksukyvyttömyysoikeudessa etusijajärjestyksen kautta. Uudelleenjärjestelyille puolestaan on tyypillistä, että niissä käytetään hyväksi yhtiön tulevia varoja ja ansaintaa haasteellisen taloudellisen tilanteen järjestämiseksi. Maksukykyisen velallisen kohdalla ei ole kysymys common pool –problematiikasta, mutta silti myös niiden haastavien neuvottelutilanteiden ratkaisemiseen voidaan tarvita sopimusperusteista järjestelyä.

Madaus korostaa edelleen, että jo voimassa oleva sopimusoikeus voi joissakin maissa, esimerkiksi Saksassa, mahdollistaa tuomioistuimen vahvistaman sopimuksen velvoittavan osapuolta, joka ei ole sopimusmuutosta hyväksynyt:

“However, a closer look at contract law doctrine reveals that contract law in many jurisdictions has long developed mechanisms that allow for the conclusion of a contract against the explicit (current) will of a party. The basic textbook case describes a person who once promised to conclude a contract, but is now unwilling to do so. Here, contract laws, e.g. in Germany, would not only provide a right to compel the unwilling party to conclude the contract, but also deem the contract concluded after a final court decision ordered the unwilling party to conclude the contract. The result is a contract concluded against the will of a contracting party. Such compulsive or court-assisted contracts are known beyond cases of promised contracts. Statutory duties to conclude a contract, e.g. based on anti-discrimination law, result in compulsive contracts if a court’s final decision applies the law. From here, it is not far-fetched to conclude that a restructuring plan which has not been accepted by all parties, but is confirmed by a court in order to bind all, can be construed as a compulsive agreement based on a statutory duty to conclude (specified in restructuring law) and enforced by the confirming court.”⁵²

Suomen oikeuden osalta löytyy myös edellä kuvattua saksalaista ajattelua mukailevaa tutkimusta; mm. Matti Rudanko on tutkinut siviilioikeudellisten keinojen soveltamista arvopaperimarkkinoilla. Hän valottaa aluetta sosiaalisen siviilioikeuden sekä oikeustaloustieteen metodisilla välineillä, joilla on mahdollista toteuttaa sekä yleisiä oppeja yhdistelevää, että tilannekohtaisesti eriyttävää argumentointia. Hän erittelee edelleen kaupallisten oikeussuhteiden käsittelyn metodiikkaan kuuluvan sopimussidonnaisuuksiin (”relational contracting”) suuntautuvan näkökulman, jossa sopimukset nähdään sitoutumisena käytännön yhteistoimintaan.⁵³ Huolimatta loppupäätelmästä, että Relational contracting -näkökulmaa ei liene sovellettu arvopaperimarkkinoilla, Rudanko korostaa näkökulman erityisen merkityksen voivan olla siinä, että sen avulla voidaan tuoda esiin sanottujen oikeussuhteiden

⁵¹ Idem, s. 639-641.

⁵² Stephan Madaus, 2018, s. 626-627.

⁵³ Matti Rudanko, Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, Kauppakaari Oyj, 1998, s. 227-233.

asema yksittäisten kahdenvälisen sopimusten ja markkinoiden kollektiivisten rakenteiden välimaastossa.⁵⁴

Huomautin tutkimukseni *de lege ferenda* -perusteisen lähtökohdan vuoksi jaksossa I.1.3. rajaavani tutkimukseni ulkopuolelle *de lege lata* -arvion Suomen oikeuden nykyisestä suhtautumisesta mahdollisuuteen velvoittaa vapaaehtoiseen järjestelyyn suostumaton osapuoli velan tai osakkeen oikeuden uudelleenjärjestelyyn, esimerkiksi analogiana oikeuden väärinkäytön kiellolle. Madauksen perusteltu kuvaus hahmottaa myös tämän tyyppistä sopimusperusteista lähestymistä aiheeseen. Käytän sitä kuitenkin perusteena *de lege ferenda* -arviolleni.

1.8 Tutkimuksen rajaukset

EU:n Uudelleenjärjestelydirektiivi jättää direktiivin ulkopuolelle lähtökohtaisesti muun muassa pankki- ja vakuutussektorin erityislainsäädännön varassa toimivat instituutiot ja näiden liikkeeseen laskemat rahoitusvälineet. Näiden instituutioiden osalta on olemassa erityisiä kriisinratkaisumekanismeja, joissa mahdollistetaan myös kyseisten instituutioiden liikkeeseen laskemien osake- ja velkainstrumenttien uudelleenjärjestelyt asianomaisten erityislakien kautta.

Tutkimuskysymyksenäni on sääntelyteoreettinen hahmotus yhtiöoikeudellisen, yhtiön velkoja ja osakkeita koskeva uudelleenjärjestelymenettelyn sisällyttämisestä osaksi Suomen oikeutta. Viitaten toisaalta tutkimusekonomisiin perusteisiin sekä toisaalta siihen, että EU komissio on nähnyt perustelluksi jättää direktiiviehdotuksessa määritellyt rahoituslaitokset direktiivin soveltamisen ulkopuolelle, koska niitä koskevat erityislainsäädännön määräykset uudelleenjärjestelymenettelyistä, olen katsonut tarkoituksenmukaiseksi käyttää samaa rajausta *mutatis mutandis* tässä tutkimuksessa.⁵⁵

Tarkennuksena rajaukseni osalta on kuitenkin hyvä todeta, että Englannin Scheme-menettelyihin liittyvässä oikeuskäytännössä on merkittävä määrä erityisesti vakuutusyhtiöiden vastuisiin liittyviä

⁵⁴ Idem, s. 229.

⁵⁵ Komission Direktiiviehdotus, artikla 1. Komission Direktiiviehdotuksen rajaukset koskevat tarkemmin määriteltynä seuraavia tilanteita:

- a) direktiivin 2009/138/EY 13 artiklan 1 ja 4 alakohdassa määriteltyjä vakuutus- ja jälleenvakuutusyrityksiä;
- b) asetuksen (EU) N:o 575/2013 4 artiklan 1 kohdassa määriteltyjä luottolaitoksia;
- c) asetuksen (EU) N:o 575/2013 4 artiklan 2 ja 7 alakohdassa määriteltyjä sijoituspalveluyrityksiä ja yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä;
- d) asetuksen (EU) N:o 648/2012 2 artiklan 1 kohdassa määriteltyjä keskusvastapuolia;
- e) asetuksen (EU) N:o 909/2014 2 artiklan 1 kohdassa määriteltyjä arvopaperikeskuksia;
- f) direktiivin 2014/59/EU 1 artiklan 1 kohdan ensimmäisessä alakohdassa lueteltuja muita rahoituslaitoksia ja yhteisöjä;
- g) luonnollisia henkilöitä, jotka eivät ole yrittäjiä.

tapauksia ja näiden järjestämismahdollisuus olisi selvästi tärkeä erillinen tutkimusteema, jota tulisi käsitellä erikseen tämän tutkimuksen jatkona.

Rajaan teemani myös yhtiöoikeuden sisällä käsittelemään ainoastaan osakeyhtiömuotoisia yhtiöitä. Tutkimusteema ja rahoitusrakenteen muutosta koskeva lähtökohtaolettamani soveltuu myös esimerkiksi osuuskuntamuotoisiin yrityksiin, mutta näiden pääomarakenteeseen liittyy oma dynamiikkansa, jonka olen katsonut tarkoituksenmukaiseksi rajata tutkimukseni ulkopuolelle. Suomalainen lainsäädäntö on kuitenkin usein kehittynyt niin, että osakeyhtiölain puolelle toteutetut uudistukset kanavoituvat pienellä viiveellä myös osuuskuntalain puolelle.⁵⁶ Tämänkin alueen osalta voi kehitys hyvin edetä näin.

En arvioi menettelyä myöskään erityislakiin perustuvien yhtiöiden, erityisesti asunto-osakeyhtiöiden kannalta. Tuntuu tarkoituksenmukaiselta jättää ne mahdollisten uudelleenjärjestelymenettelysäännösten soveltamisen ulkopuolelle asunto-osakeyhtiöihin liittyvien osakkeeseen kohdistuvien asunto-oikeuksiin liittyvien erityiskysymysten perusteella.

Edelleen tutkimukseni rajauksena korostan tutkimukseeni sisältyvän valtiosääntöoikeudellisen arvion alustavaa luonnetta. Olen kuitenkin nähnyt tärkeäksi pohtia perusteltua kantaani yhtiöoikeudellisesta uudelleenjärjestelymenettelystä myös valtiosääntöoikeudellisen omaisuuden suojan näkökulmasta. Se on tärkeä osa tutkimusteemaa, kokonaisvaltaista perusteltua näkemystä Euroopan malliosakeyhtiölain, EMCA:n sisältämien Schemes of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säännösten mahdollisesta soveltumisesta osaksi Suomen yhtiöoikeutta.

1.9 Metodologisia näkökohtia; oikeusvertailu, perusteltu de lege ferenda -malli

Ari Hirvonen kannustaa tutkijoita pluralistisiin tutkimusmetodeihin oikeustieteen tutkimuksessa.⁵⁷ Viitaten erityisesti Euroopan komission tutkimuksen 9. puiteohjelmaan (2021–2027), myös Panu Minkkinen korostaa, ehkä vielä voimakkaammin, tutkimuksen pluralismia. Minkkisen viittaaman komission tutkimusohjelman valmistelussa keskeinen ”*häiritsevän innovaation*” lähtökohta painottaa tutkimuksessa nimittäin ”*epätavanomaisia ja uusia näkökulmia*” pikemminkin kuin perinteisten ratkaisumallien entistä huolitellumpaa toteutusta. Oikeus- ja yhteiskuntatieteellinen tutkimus voikin Minkkisen mielestä parhaimmillaan tarjota juuri sellaisia ”*häiritseviä*” näkökulmia, joita hyvältä tutkimukselta jatkossa edellytetään.⁵⁸

⁵⁶ Tästä esimerkkinä vuoden 2013 osuuskuntalakiuudistus, joka noudatti vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistusta vertailukohtana

⁵⁷ Ari Hirvonen, Mitkä Metodit?, Yleisen oikeustieteen julkaisuja, 2011, s. 9-10.

⁵⁸ Panu Minkkinen, Oikeus- ja yhteiskuntatieteellinen tutkimus –suuntaus, tarkastelutapa, menetelmä?, LM 7-8/2017.

Tutkimukseni voinee katsoa noudattavan edellä mainittuja toiveita pluralistisesta lähestymisestä. Hahmotellessani metodisia lähtökohtia tutkimukselleni, ne muodostuivat varsin pluralistisiksi. Tutkimusmetodisia lähtökohtia määriteltäessä nousi esiin seuraavia keskeisiä aiheita.

Sääntelyteoreettinen tutkimukseni on oikeusalaajoittelussamme yhtiöoikeudellinen, mutta siihen liittyy tutkimusteeman mukaisesti keskeisesti myös maksukyvyttömyysoikeudellinen näkökulma. Risto Koulun mukaan suomalainen insolvenssilainsäädännön tutkimus on muun prosessioikeuden tapaan ollut valtaosin lainopillista. Odotukset monitieteellisestä tutkimusotteesta eivät ole toteutuneet toivotussa laajuudessa. Puhuminen ”modernista insolvenssioikeudesta” onkin ilman täsmennyksiä tavallaan harhaanjohtavaa. Perinteiset insolvenssimenettelyt, ulosotto ja konkurssi, ovat nimittäin ainakin Koulun mukaan edelleen insolvenssitutkimuksen keskeisiä kohteita. Liikkuessaan yhtiöoikeuden ja insolvenssioikeuden välisellä alueella, tutkimukseni pyrkii osaltaan kattamaan myös Koulun peräänkuuluttamaa ”modernin insolvenssioikeuden” aluetta.⁵⁹

Tutkimukseni pohjautuu, siinä edelleen vahvistettavalle, taloustieteen pohjalta määritetyille olettamalle kansainvälisen rahoitusmarkkinan merkittävästä rakenteellisesta muutoksesta viimeisen kymmenen vuoden aikajaksolla, sekä tämän muutoksen aiheuttamasta yritysten rahoituslähteiden diversifikaatiosta. Tämä rahoituslähteiden hajautuminen aikaansaa uusia oikeussuojatarpeita yrityksille ja niiden keskeisille sidosryhmille osake- ja rahoitusinstrumentteihin liittyen.

Kuten Kaarlo Tuori korostaa kirjassaan Foucault’n oikeus, oikeusteoria ja oikeustiede lähestyvät oikeutta yleensä tuomarin, ei lainsäätäjän näkökulmasta.⁶⁰ Tämä liittyy erityisesti lainopilliseen tutkimukseen. *De lege ferenda* -perusteisessa tutkimuksessa kohteena ei kuitenkaan, ainakaan lähtökohtaisesti, ole oikeussäännökset, vaan lähestymistapa on ongelmakeskeinen. Suomen yhdessä ensimmäisistä *de lege ferenda* -perusteisista väitöskirjatutkimuksista Tuula Linna määritti laajemmin *de lege ferenda* -tutkimuksen tieteellisyyden lähtökohtia. *De lege ferenda* -tutkimus tarkastelee ensinnäkin oikeutta lähtökohtaisesti oikeusdogmaattisen tutkimuksen tradition ”tuomarin” näkökulmasta poiketen, paremminkin lainsäätäjän näkökulmasta. Pyrkimyksenä on kartoittaa, systematisoida sekä justifioida tarkoituksenmukaisia tapoja ratkaista tietty epäkohta tai ongelma lainsäädännöllistä tietä.⁶¹

Linna on määrittänyt *de lege ferenda* -tutkimuksen rationaalisen mallin koostuvan dispositiona seuraavista neljästä pääkohdasta:

- i) tavoitteenasettelu;
- ii) lähtökohtatilanne;
- iii) potentiaalisten oikeudellisten keinojen kartoitus sekä kausaalisuhteiden analyysi; ja
- iv) keinovalinnan justifiointi.⁶²

⁵⁹ Risto Koulun - Heidi Lindfors, *Insolvenssioikeus*, Alma Talent, 2015.

⁶⁰ Kaarlo Tuori, *Foucault’n oikeus* (Kirjoituksia oikeudesta ja sen tutkimisesta), WSOY, 2002, s. 79.

⁶¹ Tuula Linna, *Ulosottorealisoinnista De Lege Ferenda*, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 1987, s. 34.

⁶² Idem, s. 34.

Linnan rationaalisen mallin pohjalta määrittelen tutkimukseni tavoitteenasettelua, perustuen olettaamaan kansainvälisen rahoituksen kehityksen aiheuttamasta lisääntyneestä oikeussuojatarpeesta yhtiöiden merkittävälle osakas- ja velkojaryhmille. Nykyisen lain mukaista lähtökohtatilannetta käytän vertailukohtana oikeustaloustieteen perusteella tehtävässä vertailussa mahdolliseen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn verrattuna. Kartoitan kansainvälisen oikeusvertailun kautta potentiaalisia oikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelyn keinoja, analysoiden myös niihin liittyviä keskeisiä kausaalisuhteita. Tutkimuksen loppuosassa justifioin valittua keinovalintaa.

Tutkimukseni keskeinen osa liittyy oikeustaloustieteen näkökulmasta tehtävään, sääntelyteoriaan pohjautuvaan oikeusvertailuun Suomen nykyisen järjestelmän sekä Ison-Britannian yhtiöoikeuden ja Euroopan malliosakeyhtiölain (EMCA:n) sisältämien Schemes of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyjen välillä, verraten näitä myös Hollannin oikeudessa vireillä olevan Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans to Avert Bankruptcy -lainsäädäntöön. Oikeusvertailun haastavuuteen tutkimusmetodinä on tärkeä kiinnittää huomiota. Kuten Jaakko Husa korostaa, tarkasteltaessa vierasta järjestelmää oikeusjärjestyksen pintaa, ”tekniistä tasoa”, syvällisemmin, on tarpeen porautua säädännäisen oikeuden pintaa syvemmälle.⁶³ Hän tiivistää, että oikeusvertailussa on kysymys *oikeuden* (normisto+käytäntö+kulttuuri) tutkimuksesta, ei pelkästään oikeudellisten normistojen tai lainsäädäntöjen tutkimuksesta.⁶⁴

Tutkimukseni tavoitteena on tuottaa kokonaisvaltainen *de lege ferenda* -perusteinen näkemys eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin, EMCA:an, sisältyvien Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säädösten soveltuvuudesta Suomen yhtiöoikeuteen. Tutkimuksessani analysoidaan myös oikeusdogmaattisesti EMCA:n pohjalta hahmoteltavien säädösten toimivuutta osana Suomen oikeutta ja oikeusjärjestelmää. Arvioin myös alustavasti valtiosääntöoikeuden kannalta ehdotettujen säädösten suhdetta perusoikeusjärjestelmämme omaisuudensuojajärjestelmään. Loppupäätelmänä tutkimuksessa on oikeustaloustieteellinen arvio EMCA:n uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säädösten soveltuvuudesta Suomen oikeuteen, ja säännösten eduista ja mahdollisista haitoista osana Suomen oikeutta.

Tutkimukseni voi katsoa jatkavan suomalaisen yhtiöoikeuden tutkimuksen oikeustaloustieteellistä lähestymistapaa, perustuen kuitenkin merkittävilta osin kansainväliseen oikeusvertailuun ja *de lege ferenda* -perusteiseen tutkimukseen. Tutkimukseni tuo, Minkkistä lainaten, sopivasti ”häiritsevän” näkökulman suomalaiseen oikeustieteelliseen keskusteluun. Käytännön kokemuksiini pohjautuen tavoitteena on modernisoida entisestään yhtiöoikeuttamme, saaden aikaan kansantalouden näkökulmasta arvioituna nykyistä kehittyneempi malli mahdollisimman kilpailukykyisestä ja tehokkaasta

⁶³ Jaakko Husa, Oikeudellisten siirännäisten ongelmallisuus – esimerkkinä oikeussystematiikka ja hallintolainkäytön organisointi, Lakimies 3/1999, s. 376.

⁶⁴ Idem, s. 397.

yhtiölainsäädännöstä liittyen erilaisiin, yhtiöiden sekä omaan että vieraaseen pääomaan kohdistuviin uudelleenjärjestelytilanteisiin.⁶⁵

1.10 Ennaltaehkäisevän uudelleenjärjestelymenettelyn merkityksestä

Yritysten diversifioitunut rahoitusrakenne korostaa tarvetta kohdistetuille, yksinkertaisille järjestelymekanismeille. Järjestelymekanismit koskevat mahdollisuutta modifioida tai muuttaa aikaisemmin sovittuja ehtoja, jotka koskevat samaa tai saman tyyppistä velkainstrumenttia tai osakeinstrumenttia.

Uudelleenjärjestelymahdollisuus on nähty tarpeelliseksi myös julkisyhteisöjen varainhankinnassa. Suvereenien valtioiden varainhankinnan ehtoihin on viimeisen vuosikymmenen aikana lisätty merkittävästi niin kutsuttuja Collective Action Clause -rakenteita valtioiden joukkolainaperusteisessa varainhankinnassa.

Euroalueella otettiin 1.1.2013 alkaen yhtenäisesti käyttöön euroalueen valtioiden varainhankinnassa sopimusperusteisena järjestelmänä Collective Action Clause -rakenteet kaikkiin liikkeeseenlaskettaviin yli vuoden maturiteetin joukkovelkakirjalainoihin. Näiden 17.2.2012 julkaistujen *“Common Terms of Reference of the Euro area model CAC”* -lausekkeiden ajatuksena on huolehtia sopimusperusteisesti ehtojen mahdollisista uudelleenjärjestelytilanteista. Ehtojen mukaan, vaadittavan määränemmistön päätöksellä voidaan sitoa koko lainanhaltijoiden joukko tehtyihin muutoksiin, mukaan luettuna koron, pääoman ja maturiteetin muutokset.

Suomen osalta eduskunta hyväksyi yhteistoimintalausekkeet perustuen hallituksen esitykseen eduskunnalle Euroopan vakausmekanismin (EVM) perustamisesta tehdyn sopimuksen hyväksymisestä ja laiksi sen lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta.⁶⁶ EVM-sopimuksen 12 artiklan 3 kohdassa on määrätty, että kaikkiin uusiin euroalueen valtioiden joukkovelkakirjalainoihin, joiden laina-aika on pitempi kuin yksi vuosi, sisällytetään 1.1.2013 alkaen yhteistoimintalausekkeet tavalla, jolla varmistetaan, että niiden oikeusvaikutus on samanlainen. Hallituksen esityksen perusteluissa (s. 27) todetaan, että Suomen varsin laajan sopimusvapauden vuoksi yhteistoimintalausekkeiden käyttöönotto ei aiheuta tarpeita kansallisen lainsäädännön muuttamiseen. Yhteistoimintalausekkeet mahdollistavat erityisesti velkojen määränemmistöllä tehtävät, kaikkia velkoja sitovat päätökset maksuehdoista (esimerkiksi lainanhoidon pysäyttäminen, laina-aikojen pidentäminen, koronalennukset tai velan pääoman alentaminen) oloissa, joissa velallisvaltio ei pysty hoitamaan velkaansa.

⁶⁵ Vrt oikeustaloustieteellistä lähestymistä muun muassa, Pekka Timonen, *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima*, 1997; Timo Kaisanlahti, *Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä*, 1999; Seppo Villa, *Pääomalaina*, 1997 ja Kari Lautjärvi, *Välipääomarahoitusinstrumentit*, 2015.

⁶⁶ HE (34/2012) eduskunnalle Euroopan vakausmekanismin (EVM) perustamisesta tehdyn sopimuksen hyväksymisestä ja laiksi sen lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta, 21.6.2012 (ptk 71/2012 vp).

Suvereenien valtioiden lainanoton tapaan myös yritysten varainhankinnassa käytetään sopimusperusteisesti lisääntyvässä määrin erilaisia yhteistoimintalausekkeita, jotka mahdollistavat tehtäviä uudelleenjärjestelyjä. Euroalueen valtioiden EVM-sopimuksen kaltaista velvoittavaa säännöstä yhteistoimintalausekkeiden käyttöönotosta yritysten varainhankintasopimuksissa ei kuitenkaan ole olemassa. Vallitsevat käytännöt ovat olleet varsin erilaisia ja tämän vuoksi on nähty tärkeäksi, että asiaa säädellään myös lainsäädännön kautta.

Uudelleenjärjestelydirektiiviä koskevan EU komission ehdotuksen perustelujen arvion mukaan 200.000 yritystä vuodessa, eli 600 yritystä päivässä, tekee konkurssin EU:n alueella. Tämän seurauksena menetetään suoraan 1,7 miljoonaa työpaikkaa joka vuosi.⁶⁷ Neljäsosa näistä konkurseista on rajat ylittäviä maksukyvttömyystapauksia, toisin sanoen niihin liittyy velkoja ja velallisia useammasta kuin yhdestä jäsenvaltiosta. Komission arvion mukaan huomattava osa näistä yrityksistä ja niiden työpaikoista voitaisiin pelastaa, jos kaikissa niissä jäsenvaltioissa, joissa yrityksillä on toimipaikkoja, omaisuutta tai velkoja, olisi ennalta ehkäiseviä velkojen uudelleenjärjestelymenettelyjä. Lisäksi toimivilla, ennalta ehkäisevillä uudelleenjärjestelymenettelyillä varmistettaisiin, että toimiin ryhdytään ennen kuin ollaan niin pitkällä, että yritys ei pysty maksamaan takaisin lainojaan. Tämä pienentäisi riskiä järjestämättömistä lainoista yleisen taloustilanteen heikentyessä ja vähentäisi tällaisten lainojen kielteisiä vaikutuksia rahoitusalaan.

EU:n komissio korostaa erityisesti, että rajat ylittävien maksukyvttömyystapausten vaikutus maiden talouteen voi olla erittäin suuri, sillä on todennäköistä, että ne koskevat suurehkoja yrityksiä. Toiseksi eräiden yritysten rajat ylittävät velkojat (erityisesti pk-yritykset) saattavat katsoa parhaaksi luopua rajat ylittävistä vaateista, koska niiden esittäminen on kallista, esimerkiksi tarvittavan paikallisen oikeusneuvonon takia. Lisäksi sisämarkkinoiden tulevan kehityksen odotetaan johtavan siihen, että entistä useammilla yrityksillä on rajat ylittävää toimintaa ja sen vuoksi useammilla maksukyvttömyystapauksilla on vaikutusta rajojen yli. Erityisesti innovatiiviset yritykset tarvitsevat laajemmat markkinat pysyäkseen elinkelpoisina ja välttääkseen maksukyvttömyyden ensimmäisten toimintavuosien aikana.

Jäsenvaltioiden uudelleenjärjestely- ja maksukyvttömyysmenettelyjen tehokkuudella on suora vaikutus velkojien perintäasteeseen. Maailmanpankin indikaattorien mukaan perintäaste vaihtelee EU:ssa 30 prosentista (Kroatia ja Romania) 90 prosenttiin (Belgia ja Suomi). Perintäaste on korkeampi maissa, joissa uudelleenjärjestely on yleisin maksukyvttömyysmenettely. Tällaisissa maissa velkojat voivat odottaa saavansa takaisin keskimäärin 83 prosenttia saatavistaan, kun vastaava luku likvidaatiomenettelyssä on keskimäärin 57 prosenttia. Samalla kun nämä tulokset heijastavat myös taloudellisia tekijöitä, kuten talouden kokonaistilaa, ne korostavat vahvaan institutionaaliseen ja kulttuuriseen ympäristöön perustuvien kattavien maksukyvttömyysmenettelyjen merkitystä laajemminkin, yhteiskunnan kannalta parempien tulosten aikaansaamiseksi.⁶⁸ Huolimatta siitä, että Suomen yrityssaneerausmenettely toimii

⁶⁷ Euroopan komission 22.11.2016 tekemä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennalta-ehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta yrittäjyydelle, sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyjä, maksukyvttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta (KOM (2016) 723 lopullinen), s. 2-3.

⁶⁸ World Bank Doing Business Index 2016.

tämän tilaston mukaan sinänsä tehokkaasti, tutkimukseni keskittyy menettelyä edeltävään vaiheeseen, ennakoiviin menettelyihin, joiden tarkoituksena on pyrkiä kokonaan estämään tarve kokonaisvaltaiselle, kaikkiin yhtiön velkoihin kohdistuvalle menettelylle.

Ennalta ehkäisevien uudelleenjärjestelymenettelyjen osatekijät, jotka vaikuttavat menettelyjen tehokkuuteen ja siten pelastettujen yritysten lukumäärään ja elinkelpoisuuteen pitkällä aikavälillä, vaihtelevat huomattavasti jäsenvaltiosta toiseen. Tehokkaissa puitteissa olisi edellytettävä esimerkiksi, että vaikeuksissa oleva yritys voi päästä ennalta ehkäisevään uudelleenjärjestelyyn mahdollisimman varhaisessa vaiheessa. Useissa jäsenvaltioissa velalliset eivät kuitenkaan voi järjestellä velkoja uudelleen velkojien kanssa ennen kuin ne ovat tosiasiallisesti maksukyvyttömiä, tai uudelleenjärjestelyyn pääsyyn sovelletaan erittäin tiukkoja tai kalliita edellytyksiä.

Ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen taloudellisesta merkittävytydestä on julkaistu selvitys komission Directorate-General for Economic and Financial Affairs -julkaisusarjan keskustelupaperissa.⁶⁹ Selvityksessä arvioitiin jäsenmaissa käytössä olevia velkojen ennakoivia uudelleenjärjestelymenettelyjä. Empiirisen tutkimuksen indikaattorit jaettiin neljään kategoriaan: (i) ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelymenettelyjen käytettävyys, (ii) lyhytaikaisten häiriöiden vähäisyys yritysten toiminnassa; (iii) suorat ja epäsuorat kustannukset ennakoiviin menettelyihin liittyen ja (iv) tehokkaat uudelleenjärjestelyt ja niiden ennakoiva vaikutus.

Lopputuloksena tässä selvityksessä todetaan tehokkaiden pelastus- ja uudelleenjärjestelymekanismien vaikuttavan merkittävän positiivisesti yritysten työllistämiskehitykseen. Negatiivinen korrelaatio velan leikkausten ja BKT-kasvun välillä oli myös huomattavasti pienempi maissa, joissa uudelleenjärjestelymenettelyt olivat tehokkaita, perustuen erityisesti yritysten toiminnan jatkuvuusdimensioon.

Selvityksessä kuvataan oheisen kaavion perusteella velkojen uudelleenjärjestelymenettelyjen ajallista ulottuvuutta alkaen varhaisen vaiheen out-of-court -perusteisista menettelyistä ja päättyen formaaliin maksukyvyttömyysmenettelyyn. Menettelyissä on kolme erotettavissa olevaa vaihetta; (i) ennakoivat tuomioistuimen ulkopuoliset järjestelyt; (ii) hybridi -menettelyt, jotka yhdistävät tuomioistuimen valvonnan epämuodolliseen ja alhaisten kustannusten menettelyyn sekä (iii) formaalit maksukyvyttömyys ja saneerausmenettelyt.

Yleisenä huomiona komission selvityksessä todetaan, että mitä myöhäisemmässä vaiheessa yritys käynnistää uudelleenjärjestelymenettelyn, sitä suuremmat kustannukset tästä aiheutuvat ja onnistumisen todennäköisyys pienentyy. Tämän vuoksi raportti korostaa mahdollisimman aikaisen vaiheen väliintulon merkitystä, mikä lisää kohdeyhtiön järjestelyn onnistumisen todennäköisyyttä ja pienentää järjestelyn kustannusvaikutusta yhteiskunnalle kokonaisuudessaan. Raportissa korostetaan, että jäsenmaiden puutteelliset juridiset menettelyt voivat puskea maksukykyisiä, mutta rahoitusvaikeuksissa olevia yrityksiä enneaikaisiin maksukyvyttömyysmenettelyihin.

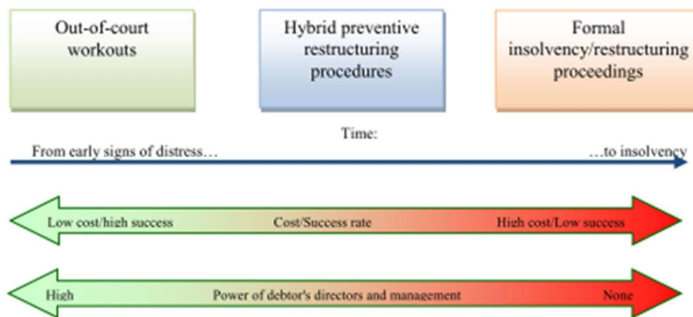
⁶⁹ EU Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs –Discussion Paper 004 / September, 2015.

Raportti korostaa erityisesti hybridi -menettelyjen taloudellista merkittävyyttä. Nämä ovat tärkeitä estämään uudelleenjärjestelyn epäonnistumista kokonaisedusta välittämättömien osapuolten vastustuksen vuoksi. Tämänkaltaiseksi menettelyksi voidaan luokitella yhtiöoikeudelliset Schemes of Arrangement -tyyppiset menettelyt:

“Binding the minority of creditors is a necessary condition for the success of restructuring, so as to avoid the company being forced into a formal insolvency process. In order to balance this sort of “expropriation of the individual consent” outside formal insolvency proceedings, legal systems lay down certain safeguards (e.g. approval by a majority of creditors and confirmation by a court).”⁷⁰

Raporttiin sisältyy edelleen seuraavat kaaviot uudelleenjärjestelymenettelyistä:

Kaavio 1. Uudelleenjärjestelymenettelyistä aikadimensiossa

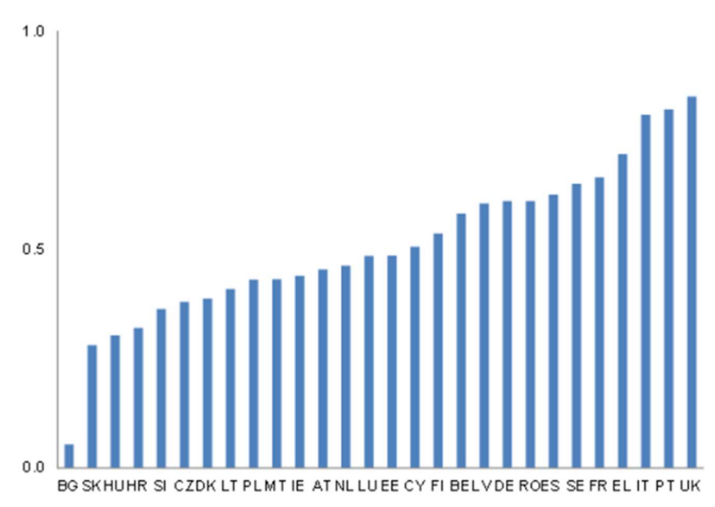


Lähde: EU Commission, The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, Discussion Paper 004/September, 2015, kuvalainaus s. 3.

Hybridien menettelyjen taloudellinen vaikutus ilmenee myös raportin taulukosta, jossa on verrattu EU-maita niiden ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen yleisessä tehokkuudessa. Tässä vertailussa Iso-Britannia menestyy kaikista EU-maista parhaiten.

⁷⁰ EU Commission, The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, Discussion Paper 004/September, 2015, s. 3.

Kaavio 2. EU-valtioiden ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen yleisestä tehokkuudesta



Source: INSOL external study, own calculations

Lähde: EU Commission, The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, Discussion Paper 004/September, 2015, kuvalainaus s. 8.

Komission Direktiiviehdotuksen taustalla vaikuttavat myös EU:n keskeiset hankkeet pääomamarkkinaunionin sekä pankkiunionin edistämiseksi. Vuonna 2015 julkaistussa pääomamarkkinaunionia koskevassa komission toimintasuunnitelmassa viitattiin yritysten maksukyvyttömyyttä koskevaan lainsäädäntöaloitteeseen, joka sisältäisi varhaisen vaiheen uudelleenjärjestelyt ja uuden mahdollisuuden yritystoiminnan käynnistämiseen.

Komission antamassa tiedonannossa *”Pääomamarkkinaunioni – Vauhtia uudistuksiin”* korostettiin edelleen, että kansallisten maksukyvyttömyysjärjestelyjen tehottomuus ja järjestelyjen väliset erot luovat oikeudellista epävarmuutta sekä esteitä velkojen saatavien perinnälle ja elinkelpoisten yritysten tehokkaalle uudelleenjärjestelylle EU:ssa, myös rajojen yli toimivien konsernien osalta.⁷¹

Pankkiunion osalta komissio on edelleen korostanut ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen merkitystä pankkisektorin järjestämättömien luottojen vähentämisessä. Sekä pääomamarkkinaunionia

⁷¹ Komission Tiedonanto Euroopan Parlamentille, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle, Pääomamarkkinaunioni - Vauhtia uudistuksiin, COM/2016/0601 final.

että pankkiunionia koskevia kysymyksiä käsitellään tarkemmin jaksossa II.5.1. tarkasteltaessa Komission Direktiiviehdotuksen taustalla vaikuttavia lähtökohtia.⁷²

Suomalaisen markkinan ja sääntelyn osalta valtiovarainministeriön asettama joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä (VM056:00/2014) julkaisi tammikuussa 2017 laajan mietinnön joukkolainamarkkinoidemme sääntelyn kehittämiseksi. Työryhmän mietinnössä painottui tavoite arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyyn edistämisestä. Tavoitteena on lainsäädäntö, joka turvaa kilpailukykyisen toimintaympäristön sekä suomalaisille että ulkomaisille toimijoille ja sitä kautta mahdollisimman laajan ja hyvin kilpaillun palvelujen ja tuotteiden tarjonnan Suomessa. Arvopaperimarkkinoiden kokonaistehokkuuteen vaikuttaa kilpailu markkinoilla ja infrastruktuurin tehokkuus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostaminen parantaa suomalaisten yritysten pääomien saatavuutta ja toisaalta suomalaisten sijoitusmahdollisuuksia. Kansallisen lainsäädännön tulisi tukea tätä muutoskehitystä siten, että muutoskustannukset jäävät mahdollisimman pieniksi ja saavutettavissa olevat muutoshyödyt toteutuvat mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.

1.11 Keskeinen lähdeaineisto

Tutkimukseni keskeisenä lähdeaineistona toimii Ison-Britannian oikeuden lainsäädäntö, oikeuskäytäntö ja oikeuskirjallisuus yhtiöoikeudellisesta Scheme of Arrangement –menettelystä. Toinen merkittävä lähde tutkimukselleni on EU:n Uudelleenjärjestelydirektiivi. Olen tutkimuksen yhteydessä seurannut Euroopan komission 22.11.2016 tekemää ehdotusta Uudelleenjärjestelydirektiivistä sekä direktiivin lainsäädäntövaiheita.

Eurooppalaisen vertailun kannalta keskeisenä lähteenä on European Law Instituten kattava vertailututkimus, *Rescue of Business in Insolvency Law*, 2017, joka sisältää selkeän jaottelun eri tyyppisistä ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä sekä yhteenvedon eri jäsenmaissa jo käytössä olevista workout -menettelyistä.⁷³

Kotimaisista oikeuslähteistä on mainittava erityisesti oikeusministeriön vuoden 2016 raportti *Osakeyhtiölain muutostarve*, Arviomuistio sekä tästä laadittu lausuntotiivistelmä.⁷⁴ Muistiossa viitattiin *Scheme of Arrangement* menettelyyn seuraavasti:

”Finanssialan keskusliitto on esittänyt oikeusministeriölle harkittavaksi, että osakeyhtiölakiin lisättäisiin Iso-Britannian yhtiölainsäädäntöä vastaavasti ns. ”Scheme of Arrangement”

⁷² Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle ”Pankkiunionin toteuttaminen”, COM/2015/0587 final.

⁷³ European Law Institute, *Rescue of Business in Insolvency Law*, 2017, 6.9.2017, saatavilla: <<https://www.europeanlawinstitute.eu/about-the-eli/bodies/general-assembly/default-title/rescue-of-business-and-insolvency-law/>>, versio 2.3.2019.

⁷⁴ Osakeyhtiölain muutostarve, Arviomuistio. Oikeusministeriö, mietintöjä ja lausuntoja 20/2016 sekä Osakeyhtiölain muutostarve, lausuntotiivistelmä. Oikeusministeriö, mietintöjä ja lausuntoja 48/2016.

menettelyä koskevat säännökset, joita voitaisiin hyödyntää monilla eri tavoin muun muassa yritysten rahoituksen uudelleenjärjestelyyn. Tietyistä Englannissa tietyt tuomioistuimet käsittelevät näitä kysymyksiä, saavat ratkaisun aikaan hyvin lyhyessä ajassa ja voivat ottaa kantaa myös liiketoimintakysymyksiin. Mainitut Iso-Britannian yhtiölain ("Companies Act") säännökset sisältävät myös sellaista maksukyvyttömyyssäätelyä, jonka voidaan Suomessa arvioida kuuluvan pääosin yrityssaneerauslainsäädännön piiriin. Mahdollinen osakeyhtiölain ja yrityssaneerauslain muutostarve arvioidaan erikseen. Myös tuomioistuinten erilainen toimivalta, tuomioistuinikäytäntö ja resurssit on otettava huomioon, kun arvioidaan tällaisen menettelyn toimivuutta Suomessa."

Lausuntoyhteenvedon mukaan muistiosta saaduissa lausunnoissa suhtauduttiin ehdotukseen Scheme of Arrangement -menettelyn edelleen selvittämisestä lähtökohtaisesti myönteisesti, keskeistä tarvetta nähtiin erityisesti asiaan liittyvän tuomioistuinmenettelyn arvioimiselle.

Valtiovarainministeriö julkisti 2.1.2017 työryhmämuistion *Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset*.⁷⁵ Tässä valtiovarainministeriön laaja-alaista uuden lainsäädännön tarpeen arvioimistyötä tehneen työryhmän muistiossa käsitellään seikkaperäisesti myös Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyn mahdollista omaksumista Suomen oikeuteen. Muistiossa todetaan Scheme of Arrangement -järjestelmän toimivan Englannissa hyvin monissa yhtiöoikeuden kysymyksissä.

Muistio toteaa Scheme -menettelyiden toimivuudesta, että:

"erillisten, maksukyvyttömyysoikeuden ulkopuolelle jäävien ennakoivien ja joustavien uudelleenjärjestelymenettelyjen sisällyttämisellä lainsäädäntöön on näissä (kuvatuissa) jäsenvaltioissa arvioitu voitavan edistää sekä yritysten velkojien että osakkeenomistajien etua. Yksittäisen velan itsenäinen uudelleenjärjestely sen enemmistövelkojien tavoitteiden mukaisesti on prosessina koko yhtiön velkoja koskevaan raskaaseen maksukyvyttömyysmenettelyyn verrattuna huomattavasti yksinkertaisempi ja prosessiekonomisempi menettely. Sääntelylle on siten myös kansantaloudellisesti merkittävä intressi."

Edelleen muistiossa todetaan päätelmänä:

"Maksukyvyttömyyssäätelyn kehittämisen jatkotyössä olisi tarkoituksenmukaista tarkastella myös yhtiöoikeuden kehitystä sekä yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeuden rajapintaa. Sääntelylle luontevin lainpaikka ei ole rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä. Konkreettisia säännösehdotuksia ei siksi ole tarkoituksenmukaista valmistella ennen kuin on tiedossa, arvioiko yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisesta lainsäädännöstä vastaava OM sen hyödylliseksi."

Valtioneuvosto toteutti edelleen vuoden 2017 aikana kansainvälisen selvityksen velkakonversion ulottuvuuksista uudelleenjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta. Selvitys toteutettiin VM:n työryhmään sisältyvien ehdotusten pohjalta osana valtioneuvoston selvitys- ja

⁷⁵Valtiovarainministeriö 2.1.2017, joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset, Valtiovarainministeriön julkaisu – 5/2017.

tutkimustoimintaa, liittyen erityisesti työryhmän ehdotuksiin niin kutsuttua velkakonversiota koskeviksi säädöksiksi (jäljempänä ”Velkakonversioselvitys”).⁷⁶

Velkakonversioselvityksen mukaan velkakonversion käsitettä ei ole Suomen oikeusjärestyksessä määritelty lain tasolla. Kansainvälisessä oikeuskirjallisuudessa velkakonversio on Velkakonversioselvityksen mukaan kuitenkin määritelty uudelleenjärjestelyinstrumenttina, jonka nojalla velallisyhtiön velkojat vaihtavat tai muuntavat osan yhtiön velkamäärästä vastineeksi velallisyhtiön osakkeista tai osakepääomasta. Konversio voidaan toteuttaa eri valtioiden oikeusjärjestysten rajoissa eri tavoilla, mutta lopputuloksena on aina velallisyhtiön maksamattoman velan täysimääräinen lakkaaminen tai osittainen väheneminen suoritettavan osakevaihdon tai muunnon johdosta. Yritysrahoituksen kansainvälistymisen ja monipuolistumisen sekä finanssikriisiä seuranneen rahoitusjärjestelmän murroksen, kuten pankkirahoituksen kiristymisen johdosta on Velkakonversioselvityksen mukaisesti nähty tarpeelliseksi arvioida kansallisen yrityssaneerausta ja yritysjärjestelyjä koskevan lainsäädännön kehittämistarpeita ja -mahdollisuuksia. Arvioinnin suorittaminen on katsottu edellyttävän ensi vaiheessa riittävän laajaa ja kattavaa kansainvälistä selvitystä merkityksellisten verrokkivaltioiden yhtiö-, maksukyvyttömyys- ja yritysjärjestelylainsäädännöstä.

Velkakonversioselvityksessä tarkasteltaviksi verrokkivaltioiksi valikoitiin Ruotsi, Tanska, Yhdistynyt Kuningaskunta, Amerikan Yhdysvallat, Alankomaat, Saksa, Ranska sekä Sveitsi. Tutkimusmenetelminä selvityksessä oli verrokkivaltioissa sijaitsevien asiantuntijaorganisaatioiden kirjallisiin kysymyksiin antamien vastausten kerääminen ja analysoiminen, relevantin säädöspohjan, oikeuskirjallisuuden sekä oikeuskäytännön tutkiminen, asiantuntijahaastattelut sekä oikeusvertailu.

Velkakonversion ja Scheme of Arrangement –uudelleenjärjestelymenettelyn keskinäistä suhdetta tulen käsittelemään edelleen jaksossa IV. Kuitenkin jo nyt korostan, että Scheme of Arrangement –menettely edellyttää lähtökohtaisesti kunkin ryhmän (”luokan”) hyväksyntää järjestelylle. Maksukyvyttömyyden ulkopuolella olevissa menettelyissä ei lähtökohtaisesti ole voitu velvoittaa näin mitään luokkaa menettelyyn, vastoin luokan merkittävän enemmistön hyväksyntää.

2. Yleinen osa

2.1 Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn suhde velkakonversioon

Edellä esitetyn mukaisesti velkakonversion (debt-to-equity swap) käsitettä ei ole Suomen oikeusjärestyksessä määritelty lain tasolla. Kansainvälisessä oikeuskirjallisuudessa velkakonversio (jäljempänä ”Velkakonversio” tai ”Konversio”) on kuitenkin määritelty uudelleenjärjestelyinstrumentiksi,

⁷⁶ Jyrki Tähtinen, Robert Peldán, Joonas Dammert, Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 6/2018, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta.

jonka nojalla velallisyhtiön velkojat vaihtavat tai muuntavat osan yhtiön velkamäärästä vastineeksi velallisyhtiön osakkeista.

Valtioneuvoston velkakonversioselvitys toteutettiin hankkeena (VNK/817/48/2017): ”Kv. vertailu maksuvaikeuksissa olevan yrityksen velkojen muuntamisesta osakkeiksi ja osakepääomaksi”. Hanketta edelsi ministeriötason selvitystyö sekä oikeusministeriössä että valtiovarainministeriössä. Selvitys käynnistyi heinäkuussa 2017 ja siihen liittyvä raportti julkaistiin tammikuussa 2018.⁷⁷

Velkakonversioselvityksessä on vertailtu kahdeksan maan lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä ja -kirjallisuutta liittyen velkakonversioon. Velkakonversio on teema, jota voidaan pitää ennakoivia uudelleenjärjestelyjä sivuavana kysymyksenä, mutta on tärkeä ymmärtää, että ennakoiviin uudelleenjärjestelyihin, mukaan lukien Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettelyn, ei lähtökohtaisesti liity velkakonversiota. Kansainvälisessä kontekstissa Velkakonversiosta, jossa yhtiön osakkaiden kannan vastaisesti yhtiö voidaan velvoittaa osakekonversioon, käytetään vakiintuneesti määritettä ”cross-class cram-down” -menettely. Komission Direktiiviehdotuksen termi on suomenkielisessä versiossa määritelty ”eri mieltä olevien velkojaryhmien pakottamiseksi uudelleenjärjestelyyn”, jolla määrittelyn mukaisesti tarkoitetaan, että lainkäyttö- tai hallintoviranomainen vahvistaa uudelleenjärjestelystä suunnitelman, jota vastustaa yksi tai useampi velkojaluokka (tai vastaavasti osakkeenomistajat / osakkeenomistajaluokka), jonka saataviin tai etuihin se vaikuttaa.

Scheme-menetelyn osalta professori Jennifer Payne on todennut Velkakonversiosta seuraavasti:

*”Schemes alone cannot at present achieve the cramdown of junior creditors (or holders of equity, note by Engelberg) within a company. It appears that, while cramdown within a class is possible, cramdown across classes is not, i.e. it is not possible to implement a scheme in circumstances in which a whole class of creditors (such as the junior creditors) votes against the scheme. Despite the decision in Re Tea Corporation Ltd, in which the ordinary shareholders voted against the schemes, but had their dissent disregarded at the sanctioning stage, on the basis that they had no economic interest in the company’s assets, the view taken by the courts today is that the court does not have power to sanction a scheme where that scheme has not been approved by a class of the members or creditors.”*⁷⁸

Payne huomauttaa, että tilanteissa, joissa osakkeisiin ei kohdistu enää taloudellista arvoa voidaan velkakonversiomenettely Englannin oikeudessa kuitenkin toteuttaa käytännössä osana maksukyvyttömyysmenettelyä, yhdistäen Scheme- ja maksukyvyttömyysmenettely:

*”As a result, these restructuring arrangements have been implemented by way of scheme twinned with a pre-pack administration, in order to effectively reach the same result as the cramdown of a whole class.”*⁷⁹

⁷⁷ Idem.

⁷⁸ Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Theory, Structure and Operation*, Cambridge University Press 2014, s. 240-242.

⁷⁹ Idem, s. 241.

Tässä suhteessa on hyvä ymmärtää, että Scheme of Arrangement -menettelyt koskevat lähtökohtaisesti tilanteita, joissa yrityksen taloudellinen asema on kunnossa, mutta yhtiöllä on tarve rahoituksen järjestelyyn, vastakohtana tilanteisiin, joissa myös yhtiön taloudellinen tilanne on järjestelyn kohteena. Tutkimuksen myöhemmässä jaksossa IV arvioidaan tarkemmin uudelleenjärjestelymenettelyn ja Velkakonversion suhdetta, mutta on keskeistä ymmärtää, että kysymys ei ole missään tapauksessa samasta asiasta. Scheme -menettelyihin ei lähtökohtaisesti liity velkakonversiota, jota osakkaiden vaadittava määränemistöstä ei ole kannattanut.

2.2 Yritysrahoituksen markkinaympäristön muutos kansainvälisen finanssikriisin 2008 jälkeen

Tutkimus perustuu keskeisesti taustaolettamaan yritysrahoituksen markkinaympäristön muutoksesta erityisesti vuoden 2008 kansainvälisen finanssikriisin jälkeen. Taustaolettaman vahventamiseksi tutkin pankkiregulaation vaikutusta pankkien yritysrahoituksen käytäntöjen muutokseen sekä saatavilla olevia tilastoja yritysjoukkolainamarkkinoiden ja varjopankkitoiminnaksi kutsuttujen vieraan pääoman rahastojen kehityksestä. Kansainvälisen selvityspankin, BIS:n, yhteydessä toimivan Financial Stability Boardin julkaisut ovat tässä suhteessa tärkeitä lähdeaineistoa. Arvioin myös edelleen niin kutsuttujen aktivistirahastojen toiminnan laajentumista. Tämä kehitys myös auttaa ymmärtämään, miksi yrityksen ja sen tietyn velan tai osakkeenomistajien enemmistön oikeussuojaa olisi perusteltua nykyisessä rahoitusmarkkinaympäristössä kehittää toimivilla oikeudellisilla mekanismeilla.

Muutos on merkinnyt yritysten varainhankinnan merkittävää diversifioitumista aikaisemmasta keskeisesti pankkiperusteisesta rahoitusjärjestelmästä eri rahoitusinstrumentteja laajemmin hyödyntäväksi järjestelmäksi. Maailman rahoitusjärjestelmän rakenteellista kehitystä on analysoinut erityisesti Financial Stability Board, esimerkiksi varjopankkisektorin kehitystä kuvaavassa raportissaan. Yritysrahoituksen markkinakehitystä kartoittavat taloudelliset analyysitoimistot, muun muassa Thompson Reuters.⁸⁰

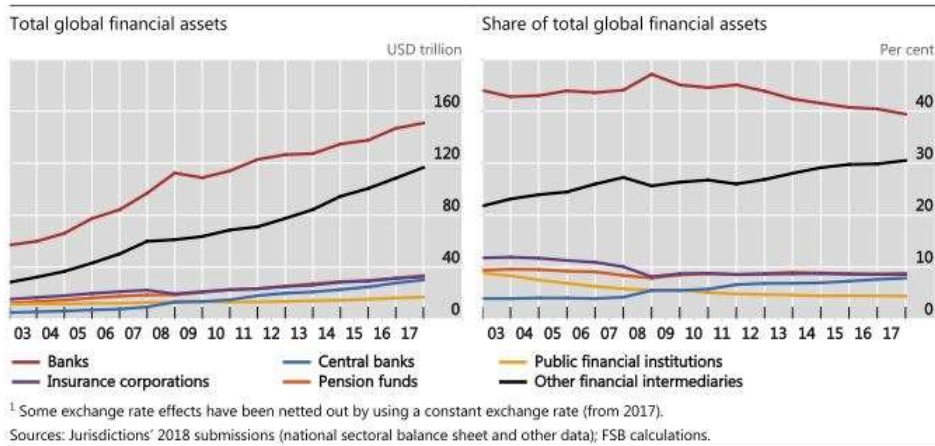
Toimivien järjestelymekanismien merkitys korostuu yritysten nykyisessä, entistä keskitettyä rahoitusta hajautuneemmassa rahoitusrakenteessa, jossa mahdollinen järjestelytarve saattaa liittyä ainoastaan yhteen käytetyistä rahoitusinstrumenteista. Samalla sille osalle niin kutsutuista aktivistirahastoista, jotka etsivät aggressiivisesti erilaisia yritysten sirpaloituneiden rahoitusrakenteiden tuomia, velka- tai osakeinstrumentin vähemmistöhaltijan aseman hyväksikäyttöön liittyviä mahdollisuuksia, tämä kehitys on avannut merkittäviä toimintamahdollisuuksia.

Financial Stability Boardin julkaisemasta kaaviosta (alla) ilmenee selkeästi pitkäaikainen trendi kansainvälisen rahoituksen muutoksesta, jossa pankkien ulkopuolisten rahoittajien finanssivarallisuuden määrä on kasvanut huomattavasti. Käytännössä kasvu on tapahtunut lisääntyneen

⁸⁰ Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, (4.2.2019), saatavilla:
<<https://www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018/>>, versio 29.9.2019.

joukkolainaperusteisen rahoituksen sekä erilaisten markkinoilla toimivien ammattimaisten vieraan pääoman rahoitusta välittävien rahastojen kautta. Viimeisimpien vuosien aikana kehityksessä on mukana myös erilaisten joukkorahoituslajien kautta tapahtuvaa rahoitusta, jota FSB:n raportissa myös sivutaan.

Kaavio 3. Rahoituksen välittäjien tasevarallisuuden kehitys; Euroalue ja 21 maata



Lähde: Financial Stability Board. (2019). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, (4.2.2019), kuvalainaus s. 14.

2.3 Englannin oikeuden Schemes of Arrangement -menettely EU:n komission direktiiviehdotuksen mallina

Euroopan komissio antoi marraskuussa 2016 direktiiviehdotuksen Uudelleenjärjestelydirektiivistä. Ehdotuksen mukaisesti Uudelleenjärjestelydirektiivin tavoitteena on kehittää ja yhtenäistää koko EU:n alueen minimiharmonisaation kautta jäsenmaiden yritysten ja niiden keskeisten sidosryhmien, omistajien ja rahoittajien, välistä oikeusjärjestelmää.⁸¹

⁸¹ Euroopan komission 22.11.2016 tekemä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta yrittäjyydelle, sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyjä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta (KOM (2016) 723 lopullinen) / European Commission Proposal

Ehdotuksen taustana on komission jo vuonna 2012 antama tiedonanto uudesta eurooppalaisesta lähestymistavasta yritystoiminnan epäonnistumiseen ja maksukyvyttömyyteen sekä komission vuonna 2014 antama suositus asiasta (jäljempänä ”vuoden 2014 suositus”).⁸²

Komission Direktiiviehdotus on osa pääomamarkkinaunionin luomista koskevaa toimintasuunnitelmaa.⁸³ Direktiivin tavoite, joka on myös mainittuna aikaisemmissa komission kannanotoissa, on, että *”kansallisten ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteisiin olisi sisällytettävä joustavat menettelyt, joissa tuomioistuinmuodollisuudet rajoitetaan ainoastaan niihin, jotka ovat tarpeen ja oikeasuhtaiset velkojen ja muiden sellaisten asianosaisten etujen suojaamiseksi, joihin tilanne todennäköisesti vaikuttaa.”*

Euroopan Komission Direktiiviehdotuksen merkittävänä innoittajana on toiminut Englannin oikeudessa ennakoivana menettelynä pitkään merkittävästi hyödynnetty yhtiöoikeudellinen Scheme of Arrangement -menettely. Oxfordin yliopiston yhtiöoikeuden professori *Jennifer Payne* kuvaa Scheme-menettelyä hyödylliseksi ja joustavaksi tavaksi järjestellä yhtiön omaa ja vierasta pääomaa. Menettely on tunnettu Englannin yhtiöoikeudessa yli vuosisadan. Nykyiset säännökset ovat Ison-Britannian yhtiölain (Companies Act, 2006) 26 luvun 895–899 §:ssä. Menettelyä käsittelevän luvun 895 § määrittää Schemen kompromissiksi tai järjestelyksi yhtiön ja sen velkojen tai jonkin velkojaluokan välillä tai yhtiön ja sen osakkeenomistajien tai jonkin osakkeenomistajaluokan välillä. Laissa näistä käytetään termiä ”luokka” ja luokkien määrittämiseen liittyy merkittävä määrä oikeuskäytäntöä. Scheme-menettely pitää sisällään mahdollisuuden varsin erilaisiin menettelyihin, joita voidaan toteuttaa lakisääteisen menettelyn kautta. Varsinaiset lain säännökset ovat suppeat, joten oikeudenalue on kehittynyt myös paljolti tuomioistuinratkaisujen kautta. Menettelylle on kuitenkin keskeistä, että kunkin luokan, jota mahdollinen järjestely koskee, on hyväksyttävä menettely 75 prosentin enemmistöllä äänestyksessä edustetun luokan taloudellisesta arvosta määriteltynä (sekä lukumääräisellä enemmistöllä). Tämän lisäksi menettely on vahvistettava erillisessä tuomioistuinmenettelyssä, jossa menettelyä mahdollisesti vastustavat osapuolet saavat väitteensä asianmukaisesti tuomioistuimen arvioitavaksi.⁸⁴

Ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen kannalta ehkä keskeisin ero Scheme of Arrangement -menettelyn ja useiden muiden ennakoivien menettelyjen välillä on Scheme –menettelyjen soveltuminen velkojen lisäksi myös yhtiön osakkeisiin tai osakkeiden tiettyyn luokkaan kohdistuviin järjestelyihin. Julkisesti noteerattujen yhtiöiden kohdalla menettelyn soveltuminen erityisesti osakkeiden ostotarjous- ja lunastusmenettelyihin on merkinnyt markkinoiden tehostumista sekä parempaa oikeussuojaa yhtiön enemmistöomistajille. Englannissa toteutetaankin merkittävä osa niin kutsutuista takeover-järjestelyistä

for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, 22.11.2016, COM (2016) 723 final.

⁸²EU komission tiedonanto uudesta eurooppalaisesta lähestymistavasta yritystoiminnan epäonnistumiseen ja maksukyvyttömyyteen KOM (2012) 742 lopullinen sekä suositus saneerausmenettelyistä ja veloista vapauttamisesta KOM (2014) 1500 lopullinen.

⁸³ EU komissio, Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, KOM (2015) 468 lopullinen.

⁸⁴ Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Theory, Structure and Operation*, Cambridge University Press, 2014, s. 1-7.

Scheme of Arrangement -menettelyn kautta, koska menettely on tehokkaampi ja paremmin ennustettavissa kuin tavanomaiseen ostotarjousmenettelyyn perustuva menettely.

2.4 Hollannin vireillä oleva esitys "Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans" -lainsäädännöksi

European Law Institute:n vuonna 2017 julkaisema raportti "*Rescue of Business in Insolvency Law*" (jäljempänä "ELI Study") sisältää selvityksen jäsenmaissa jo käytössä olevista ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä. Selvityksestä ilmenee, että kymmenessä jäsenmaassa on jo käytössä ennakoiva prosessuaalinen uudelleenjärjestelymenettely, jota velallisten on mahdollisuus hyödyntää ennen varsinaista maksukyvyyttömyysmenettelyä.⁸⁵ Tutkimukseni vertailuun olen valinnut toiseksi esiteltäväksi malliksi Hollannissa vireillä olevan, ennakoivia uudelleenjärjestelyjä mahdollistavan mallin, jossa yrityssaneerausmenettelyä laajennetaan siten, että menettely mahdollistaa myös yksittäisten velkaerien sekä omaan pääomaan kohdistuvien menettelyjen toteuttamisen.

Hollannin lakiesitystä on valmisteltu jo vuodesta 2013 alkaen laajan, oikeusministeriön johtaman lainvalmistelun kautta. Lakiesityksestä annettiin jo vuonna 2014 luonnos, joka vuoden 2017 syksyllä on muutettu otsikoltaan muotoon "Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans to Avert Bankruptcy", mutta muuten sisällöllisesti vähäisin muutoksin.

Hollannin hallituksen lopullinen lakiesitys annettiin parlamentille 8.7.2019. Lopullinen esitys on otsikoitu nimellä Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans (Wet homologatie onderhands akoord).

Hollannin esityksen voi kuvata yhdistävän saman lain piiriin suomalaista yrityssaneerausmenettelyä muistuttavan menettelyn, sekä laajemman käyttöalan kautta mahdollisuuden rajoittaa menettely pelkästään yksittäiseen velkajärjestelyyn tai yhtiön osakepääomaan tai sen osaan kohdistuviin menettelyyn. Suomen mahdollisen tulevan lainsäädännön kannalta Hollannin lainsäädäntömalli on selkeä vaihtoehto esittelemälleni yhtiöoikeudelliselle uudelleenjärjestelymenettelylle, minkä vuoksi olen katsonut tärkeäksi sen ottamisen tutkimukseni vertailulähteeksi.

⁸⁵ Wessels, Bob and Madaus, Stephan, Business Rescue in Insolvency Law - an Instrument of the European Law Institute (September 6, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3032309>.

2.5 Euroopan komission vuoden 2016 ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista; lopullinen direktiivi

Euroopan komissio antoi 22.11.2016 direktiiviehdotuksen Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista.⁸⁶ Syksyllä 2017 direktiiviehdotuksesta annettiin myös Euroopan parlamentin oikeudellisen valiokunnan mietinnön osana päivitetty versio, jossa direktiiviehdotukseen oli tehty merkittävä määrä täsmennyksiä.⁸⁷ Syksyllä 2018 sekä EU neuvoston muistiossa että EU:n parlamentin oikeudellisen valiokunnan mietinnössä direktiiviehdotukseen ehdotettiin edelleen merkittäviä muutoksia. Uudelleenjärjestelydirektiivin lähtökohtana on ajatus minimiharmonisaatiosta. Tämän ajattelun mukaisesti jäsenvaltiot voivat ottaa käyttöön omia laajempia, esimerkiksi yhtiöoikeudellisia, uudelleenjärjestelymenettelyjä, kuitenkin huolehtien, että direktiivin mukaiset vähimmäisedellytykset tulevat täytetyiksi. Komission Direktiiviehdotus ja sen lainsäädäntökäsittely muodostavat keskeisen osan tutkimustani. Komission Direktiiviehdotus on hyväksytty Euroopan parlamentissa lopullisesti 28.3.2019. Hyväksytty versio perustuu EU:n Neuvoston ja parlamentin joulukuussa 2018 pääsemään yhteisymmärrykseen direktiivin sisällöstä. Lopullinen direktiivi on julkaistu 26.6.2019. Mainitsen erikseen, mikäli viittaan tekstissäni Komission Direktiiviehdotukseen, enkä lopulliseen Uudelleenjärjestelydirektiiviin.

Uudelleenjärjestelydirektiiviin liittyen järjestettiin komissiolle arviointityötä tehneen asiantuntijaryhmän konferenssi Brysselissä 5.7.2018.⁸⁸ Komissiolle arviointityötä tehneen asiantuntijaryhmän työ kattaa neljän taloudellisesti merkittävän maan, Saksan, Italian, Espanjan ja Ison-Britannian osalta myös kansallisia arvioita. Asiantuntijaryhmän loppuraporttiin sisältyviä esityksiä käsitellään tarkemmin jaksossa IV.2.

2.6 Vertailu eräiden EU jäsenmaiden ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä

Edellä viitasin European Law Instituten tekemään kattavaan raporttiin jäsenmaiden nykyisistä ennakoivista järjestelyistä. Raportti sisältää myös hyvän systematisoinnin erilaisiin ennakoiviin uudelleenjärjestelymenettelyihin liittyvistä ominaispiirteistä. Ennakoivan uudelleenjärjestelymenettelyn

⁸⁶ European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, 22 November, 2016, COM(2016), 723 final.

⁸⁷ The draft report of the European Parliament, Committee on Legal Affairs, 22.9.2017 contains amended wording for the introductory part of Article 11, paragraph 1, with the insertion of *“when so provided by national law”*. In the opinion of the author, this new addition should be deleted, as the wording may be subject to interpretation.

⁸⁸ Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law –konferenssi 5.7.2018, materiaali saatavilla sivulta <www.codire.eu>.

määrittäminen on käsitteellisesti haastavaa, kyseessä on menettely, joka edeltää, sekä toivottavasti myös kokonaan poistaa, tarpeen varsinaiselta maksukyvttömyysmenettelyltä.

ELI Study jaottelee ennakoivat menettelyt kahteen eri kategoriaan: (1) prosesseihin, jotka tukevat yhtiön sopimusperusteisia uudelleenjärjestelyjä ("workout") -neuvotteluita tuomioistuimen menettelyn kautta ja (2) prosesseihin, joiden kautta toteutetaan uudelleenjärjestelyjä käyttäen menettelyjä, jotka vastaavat varsinaisissa insolvenssimenettelyissä käytettyjä menettelyjä ("restructuring proceedings").

ELI Study sisältää edellä mainituista ennakoivia menettelyjä kuvaavista kategorioista vielä seuraavan tarkemman jaottelun⁸⁹:

"The type 1 proceedings as referred to in the table below (the "workout-supporting proceedings") typically:

i) do not provide for more tools than the availability of a moratorium and a judge sanctioning a workout agreement that met dissent;

ii) do not affect all creditors (and shareholders) under the plan, but only involve those needed (usually financial creditors like banks and bondholders); and

iii) do not require a non-insolvency test or any kind of threshold for access. They may also reduce the court involvement to a minimum (hybrid proceedings).

In contrast, type 2 proceedings (restructuring proceedings) typically:

i) provide for a broader moratorium; a range of restructuring tools (e.g. restructuring plan; also facilitated redundancies or rights on executory contracts);

ii) are collective proceedings as they affect all creditors (and shareholders); and

iii) would require the debtor to show severe financial difficulties to justify access to facilitating restructuring tools."

Yllä olevan jaottelun perusteella käytössä olevista jäsenmaiden ennakoivista menettelyistä voidaan menettelyt tiivistää seuraavaan, ELI Studyn perusteella laadittuun, taulukkoon 1:⁹⁰

⁸⁹ European Law Institute, *Rescue of Business in Insolvency Law*, 2017, 183-189.

⁹⁰ Taulukko julkaistuna: Matti Engelberg, The proposed EU framework for preventive restructuring and the English schemes of arrangement regime — seeking the best Preventive model for each Member State, *Capital Markets Law Journal*, Volume 14, Issue 2, April 2019, s. 251–273, (taulukko koottu ELI Study:n taulukoiden tietojen pohjalta).

Taulukko 1. Jäsenmaiden ennakoivat uudelleenjärjestelymenettelyt

Member State	Pre-insolvency proceedings	Type	Court Involvement	Tools	Access test
AT	URG Proceedings	2	Yes	Plan sanctioning	"Need reorganise"
BE	Formal Amicable Settlement	1	Yes	Moratorium	---
DE	Bond Term Restructuring	1	Optional	Term sanctioning	---
EL	Recovery Procedure	2	Yes	Plan sanctioning, moratorium	(Possible insolvency)
	Special Administration Proceeding	2	Yes	Auctioning of the debtor's business	Insolvency
ES	Notice	1	Yes	Moratorium	Insolvency (not filing)
	Judicial Homologation	1	Yes	Plan sanctioning	Sufficiently supported and certified refinancing agreement
FR	Conciliation/	1	Optional/	Moratorium/Safe h.	---
	Procédure de Sauvegarde/	2	Yes	Plan Sanctioning/ Moratorium	"Difficulties" Not yet insolvent (no illiquidity)
	Sauvegarde Accélérée	2	Yes	Plan Sanctioning/ Moratorium	"Difficulties" Not insolvent more than 45 days
	Procédure de Sauvegarde	1	Yes	Plan Sanctioning/ Limited stay	Ibid

	Financière Accélérée				
IT	Accordi di ristrutturazione	1	Yes	Plan sanctioning	--- (Abuse test)
	Concordato Preventivo	2	Yes	Plan sanctioning/ Moratorium	(Abuse test)
LV	Out-of-court Legal Protection Proceedings	1	Yes	Plan sanctioning	Financial problems (not tested)
NL	(pending)				
PL	Arrangement Approval pr.	1	Yes	Plan sanctioning, restructuring adv.	Financial difficulties, Not insolvent, Less than 15 % disputed claims
	Accelerated Arrangement pr.	1 / 2	Yes	Moratorium, Supervisor, plan voting and approval	Ibid
	Arrangement proceedings	2	Yes	Ibid	Ibid, but more than 15% disputed claims
	Rehabilitation proceedings	2	Yes	All tools of insolvency proceedings	Insolvency test
England	Scheme of Arrangement	1	Yes	Plan sanctioning	Not specified (court discretion)
	Company voluntary arrangement	1	Optional	Plan sanctioning	

Yllä oleva taulukko on viitteellinen, mutta kuvaa selkeästi, kuinka jäsenmaissa on jo käytössä merkittävä määrä prosessuaalisia ennakoivia uudelleenjärjestelymenettelyjä. Suurin osa menettelyistä on tuomioistuinprosesseja, joiden kautta voidaan edistää yhtiön ja sen velkojen kanssa käytyjen sopimusneuvottelujen toteutusta. Osa menettelyistä on myös lähtökohtaisesti yhtiöoikeudellisia menettelyjä.

2.7 Ennaltaehkäisevän uudelleenjärjestelyn määrittely

Uudelleenjärjestelydirektiivi liittyy ”ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskeviin puitteisiin”, mutta käsitteellisesti ennaltaehkäisevä uudelleenjärjestely on melko suppeasti määritelty. Direktiivin II osaston I luvun 4 artiklan mukaisesti jäsenvaltioiden on varmistettava, *kun maksukyvyttömyys näyttää todennäköiseltä, velallisilla on käytettävissään ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteet, joiden avulla ne voivat toteuttaa uudelleenjärjestelyt välttääkseen maksukyvyttömyyden ja varmistaakseen elinkelpoisuutensa, sanotun kuitenkaan rajoittamatta muita ratkaisuja maksukyvyttömyyden välttämiseksi ja näin suojella työpaikkoja ja jatkaa liiketoimintaa*. Edelleen direktiiviehdotuksessa korostetaan, että ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteet voivat muodostua yhdestä tai useammasta menettelystä, toimenpiteestä tai säännöksestä, joista jotkin voidaan toteuttaa tuomioistuimen ulkopuolella, sanotun kuitenkaan vaikuttamatta muihin kansallisen lainsäädännön mukaisiin uudelleenjärjestelyn puitteisiin. Kun huomioidaan, että direktiivin lähtökohtana on minimiharmonisaatio, avautuu direktiivin teksti helpommin. Silti, verrattuna edellä esiteltyyn ELI Study:iin ja siihen liittyvään ennakoivien menettelyjen systematisointiin, toivoisi direktiivin perustelujen olevan tässä suhteessa paremmin erilaisia käyttötilanteita selvittävä.

Termi uudelleenjärjestely on Uudelleenjärjestelydirektiivissä kylläkin määritelty laajasti; ”uudelleenjärjestelyllä” ymmärretään toimenpiteitä, joilla pyritään velallisen liiketoiminnan uudelleenjärjestelyyn ja joihin kuuluu velallisen varojen ja velkojen koostumuksen, ehtojen tai rakenteen tai velallisen pääomarakenteen minkä tahansa muun osan muuttaminen, kuten varojen tai yrityksen osien myynti ja, jos kansallisessa lainsäädännössä niin säädetään, yrityksen myynti toimintaa jatkavana yrityksenä sekä tarvittavat toiminnalliset muutokset, tai näiden yhdistelmä.

Määrittelyllä voi olla myös sopimusoikeudellisia ulottuvuuksia; esimerkiksi rahoitus sopimusten ennen aikaisina eräännyttämis perusteina luettelaa tyypillisesti kaiken tyyppiset maksukyvyttömyysoikeuden piiriin luettavat prosessuaaliset menettelyt. Näin pelkästään sillä, että jokin uusi menettely nimetään osaksi maksukyvyttömyysoikeutta voi olla merkittävä vaikutus esimerkiksi sopimusten ennen aikaisen eräännyttämis perusteiden, eli niin kutsuttujen event of default -lausekkeiden, ulottuvuuden arvioinnissa.

2.8 Arvio yhtiöoikeudellisten ja insolvenssioikeudellisten menettelyjen eroista

Mr Justice Richard Snowden kuvasi vuoden 2016 Keskuskauppakamarin, Suomen Yhtiöoikeusyhdistyksen ja Insolvenssioikeudellisen yhdistyksen yhteisessä Englannin oikeuden Schemes of Arrangement -menettelyä käsittelevässä seminaarissa menettelyä seuraavasti:

“Importantly, the regime of the Schemes of Arrangement is a free-standing jurisdiction and does not depend upon whether the company is under insolvency proceedings. In modern times, as well as with respect to its use for company takeovers, one of the main uses of the Schemes has been as a restructuring tool to indeed, avoid a formal insolvency. Noting how they can include arrangements that are not collective insolvency proceedings, Schemes under Part 26 of the Companies Act have been deliberately excluded from the EU Insolvency Regulation (1346/2000) (the “EIR”) and the Recast EU Insolvency Regulation (848/2015) (the “Recast EIR”).”⁹¹

Keskeinen piirre Schemes of Arrangement -menettelyssä on siis, että se on selkeästi yhtiöoikeudellinen menettely, jota voidaan käyttää myös osana maksukyvyttömyysmenettelyä. Itsenäisenä menettelynä järjestelyssä on kyse pelkästään yhtiöoikeudellisesta instrumentista.

Insolvenssijuridiikan näkökulmasta voidaan ymmärrettävästi kyseenalaistaa, onko kysymyksellä uudelleenjärjestelymenettelyn sijoittumisesta osaksi yhtiöoikeutta tai osaksi insolvenssioikeutta varsinaisesti merkitystä. Tällä kysymyksellä voi kuitenkin olla vaikutusta arvioitaessa edellä mainittujen EU:n maksukyvyttömyysasetusten (EIR/Recast EIR) soveltuvuutta menettelyyn, sekä arvioitaessa aiheuttaako pelkästään menettelyn aloittaminen mahdollisia sopimusperusteisia ennenaikaisia erääntymistilanteita yhtiön muiden rahoitus sopimusten eräännyttämislausekkeiden perusteella. Näiden molempien kysymysten osalta tuntuisi perustellummalta vaihtoehdolta miettiä uutta lainsäädäntöä osaksi yhtiöoikeutta.

Kysymys voidaan nähdä myös laajempänä ja periaatteellisempänä; miten ymmärretään yhtiöoikeuden ulottuvuus? Moderni yhtiöoikeuskäsitys näkee yhtiöoikeuden funktion laaja-alaisena yhtiön ja sen kaikkien keskeisten sidosryhmien välisten relaatioiden normatiivisena perustana. Asia on muotoiltuna muun muassa John Armourin & al. toimesta:

“Indeed, much of corporate law can be usefully understood as responding to the three principal sources of opportunism: (i) conflicts between managers and shareholders, (ii) the conflicts amongst its shareholders and (iii) conflicts between the shareholders and other constituencies of the company, including its creditors and employees. These three generic conflicts are customarily characterized as ‘agency problems’.”⁹²

⁹¹ Mr Justice Richard Snowden, Conference Note, footnote 1, Schemes of Arrangement Round Table –seminaari, järjestäjinä Keskuskauppakamari, Suomen Yhtiöoikeusyhdistys ry sekä Insolvenssioikeudellinen yhdistys ry, 19.9. 2016.

⁹² John Armour, Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, s. 1-15.

Tämän ajattelun mukaisesti konfliktit yhtiön ja sen tietyn velan enemmistön ja vähemmistön haltijoiden välillä tai yhtiön ja tietyn osakeluokan tai koko osakepääoman enemmistön ja vähemmistön välillä kuuluvat luontevasti modernin yhtiöoikeudellisen konstruktion piiriin, vastaten edellä kuvattua agenttiteoriaa yhtiön ja sen keskeisten sidosryhmien välisistä relaatioista.

Mähönen – Villa kutsuvat aiheellisesti pääoman pysyvyyttä mannereurooppalaisen yhtiöoikeuskäsityksen kulmakiveksi. Pääoman pysyvyyttä voidaan myös pitää kahden oikeuden alan, yhtiöoikeuden ja insolvenssioikeuden, keskeisenä kulminaatiopisteenä. Säännösten tarkoituksena on ehkäistä konkurssi suojaamalla yhtiön maksukykyä, onhan juuri maksukyvyttömyys eli insolvenssi, toisin sanoen se, että velallinen on muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä, peruste asettaa yhtiö konkurssiin (KL 2:1).

Yhtiön ja sen velkojen välisessä relaatioissa voi esimerkiksi yhtiön yksittäisessä velkajärjestelyssä tulla siihen liittyviä järjestelytarpeita hyvin erilaisissa tilanteissa. ELI Study:n mukaan kymmenessä EU jäsenvaltiossa on käytössä ennakoivia uudelleenjärjestelymenettelyjä, joissa tuomioistuinmenettelyssä voidaan tietyn velan vähemmistö velvoittaa hyväksymään yhtiön esittämä ja velkojen selkeän määräenemmistön hyväksymä järjestely tiettyyn yhtiön velkaan liittyen. Kysymyksessä on esimerkiksi velan maturiteetin pidentäminen eli velan eräpäivän siirtäminen myöhäisempään ajankohtaan. Useimmat kuvatut menettelyt ovat oikeussystemaattisesti insolvenssimenettelyjä, mutta sekä Ison-Britannian oikeuden että EMCA:n mukaisesti yhtiöoikeudellisia menettelyjä.

Rationa yhtiön velkoihin kohdistuvan uudelleenjärjestelyn hyväksyttävyydestä Payne toteaa: Rehabilitation of this kind will often be preferable to liquidation, and dissolution. This, of course, presupposes that the company is not economically distressed, but merely financially distressed, i.e. it is cash flow insolvent but nevertheless economically viable: there is a business that is worth saving, either within the present company or in a new entity.⁹³ Englannin oikeudessa ja vastaavasti EMCA:n mukaisessa järjestelmässä nähdäänkin yksittäisiin velkoihin kohdistuvat järjestelyt mahdollisiksi yhtiöoikeudellisina menettelyinä.

Matti J. Sillanpää on kuvannut EMCA-ryhmän keskeisiä tavoitteita yhtiöoikeuden teoreettisen näkökulman osalta, korostaen ryhmän katsovan perinteisessä yhtiöoikeudessa keskeisellä sijalla olleiden päämäärien, toisin sanoen osakkeenomistajien ja velkojen suojan, olevan edelleen tärkeitä. Corporate governance -järjestelmän tulee EMCA-ryhmän mukaan olla sellainen, että osakkeenomistajille turvataan riittävä vaikutusvalta ja oikeus yhtiön tuottamaan voittoon. Velkoja pitää suojata normaaliin kaupalliseen riskiin liittymättömiltä tappioilta. Lisäksi EMCA-ryhmä on ottanut huomioon oikeustaloustieteessä parin viime vuosikymmenen aikana eurooppalaisen yhtiöoikeudellisen ajattelun aikaansaamat painopisteen muutokset, toisin sanoen paradigman siirtymisen velkojan ja osakkeenomistajan suojaamisesta taloudellisen tehokkuuden korostamiseen.⁹⁴

⁹³ Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Theory, Structure and Operation*, Cambridge University Press 2014, s. 187-189.

⁹⁴ Matti J. Sillanpää, Eurooppalainen Malliosakeyhtiölaki – EMCA, Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta, Alma Talent, 2017.

Kommentoidessaan suomalaisen yhtiöoikeudellisen ajattelun kehitystä Villa viittaa kehitykseen modifioituneen arvonmaksimoinnin suuntaan, todeten, että valistunut arvonmaksimointi ajattelu voidaan laventaa kohdentumaan kaikkien yhtiön sidosryhmien (asiakkaiden, työntekijöiden, johdon, tavarantoimittajien, velkojien ja yhteiskunnan jne.) tarpeiden huomioonottamiseen. Hän kuitenkin huomauttaa perustellusti, että valistunutta arvonmaksimointia ei tule ymmärtää siten, että sen tavoittelu oikeuttaisi siirtymään sidosryhmäkeskeiseen (stakeholder value) ajatteluun, koska näkökulman laventaminen ei poista yhtiön johdon valvontaongelmaa. Villan kokoavana näkemyksenä on, että osakkeenomistajan aseman ja osakkeen arvon kehityksessä on otettava huomioon yrityksen toimintaympäristö ja siinä toimivien intressit kontekstuaalisesti integroituna toiminnan jatkuvuuden tavoitteeseen.⁹⁵

Viitaten anglo-saksisen yhtiöoikeuden ulottuvuuden kontekstiin, peilattaessa suomalaista modernia yhtiöoikeudellista ”modifioitua valistunutta arvonmaksimoinnin” ajattelua, konfliktit relaatiassa i) yhtiön ja sen tietyn velan enemmistön ja vähemmistön haltijoiden välillä tai ii) yhtiön ja tietyn osakkeenomistajaluokan tai kaikkien osakkeenomistajien enemmistön ja vähemmistön välillä kuuluisivat luontevasti näin määritellyn yhtiöoikeudellisen konstruktion piiriin, ottaen erityisesti huomioon, että menettelyiden edellytyksenä on yhtiön etu ja going concern -perusteisen toiminnan jatkuvuuden edistäminen. Scheme-menettelyssä englantilainen oikeuskäytäntö edellyttää yhtiön myötävaikutusta, toisin sanoen yhtiöllä itsellä on velvollisuus arvioida menettelyn edullisuutta myös niissä tilanteissa, joissa se ei itse toimi menettelyn hakijana. Näin ollen ei voida argumentoida, että kyse olisi ainoastaan kahden sijoittajaryhmän, tietyn rahoitusinstrumentin enemmistön ja vähemmistön välisestä ristiriitatilanteesta.

2.9 Saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa esitetty uusi taksonomia

Professori Stephen Madaus on keskeinen saksalainen maksukyvyyttömyysoikeuden asiantuntija, joka oli toisena päätoimittajana eurooppalaisessa maksukyvyyttömyysoikeusvertailussa, ELI Study:ssa. Hän on esittänyt edelleen uutta taksonomiaa maksukyvyyttömyysoikeudellisten menettelyjen oikeudelliseen jaotteluun. Lähtökohtana on jaotella erikseen common pool -problematiikkaan perustuva maksukyvyyttömyysoikeus ja toisaaalta menettelyt, joiden lähtökohtana ei ole common pool – varojen riittämättömyys – kysymys, vaan sopimus (ja yhtiöoikeus) perusteinen lähestyminen:

“The new taxonomy would describe two different outcomes supported by two different procedures governed by two different sets of rules. A liquidation of the estate would be the outcome of insolvency proceedings which respond to the present insolvency of the debtor under insolvency law rules and principles. In contrast, a restructuring agreement would be the result of restructuring proceedings

⁹⁵ Seppo Villa, Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu, Keskuskaupparekamarin liiketapalautakunta 80 vuotta, Alma Talent, 2017.

*which do not respond to a common pool problem, but instead aim at facilitating the conclusion of a contract and, thus, are governed by contract (and company) law rules and principles”.*⁹⁶

Madaus korostaa edelleen, että vaikka kaikki maksukyvyttömyysoikeudelliset menettelyt ovat luonteeltaan kollektiivisia prosesseja, eivät menettelyt välttämättä johda likvidaatioon. Madauksen taksonomian osalta on huomattava Saksan oikeuden mekanismi, jossa konkurssimenettely pitää sisällään myös maksukyvyttömyysoikeudellisen saneerausmenettelyn.

Sopimusperusteisen erillisen menettelyn tarvetta Madaus perustelee ”epäyhtenäisyyden tragedialla”:

*”Thus, the purpose of restructuring law is not preventing the wellknown tragedy of commons describing the value-destroying overuse of a limited pool of goods. Instead, it ensures the conclusion of an agreement that prevents the underuse of common goods known as the tragedy of anticommons.”*⁹⁷

Epäyhtenäisyyden tragedian ajatustaan hän kehittää edelleen uudelleenjärjestelymenettelyihin liittyen:

*”If we look at the restructuring context, we also see a situation of multiple ‘owners’ of a common good in which no ‘owner’ is able to use the resource on his own. Instead, an agreement of all ‘owners’ is required to achieve a solution that prevents a waste of value (underuse). Veto rights and holdouts are the problem here. We face the tragedy of anticommons.”*⁹⁸

Madaus tiivistää päätelmänään uuden taksonomian, joka maksukyvyttömyysoikeudellisen common pool -problematiikan vastapainona kykenee vastaamaan sopimusten uudelleenjärjestelyyn tuomioistuimen avustuksella:

”In contrast to that, restructuring proceedings are proceedings in which a restructuring contract (workout) is concluded with judicial assistance. This may happen as a response to a current common pool problem and, thus, even occur during commenced insolvency proceedings, or at a time where the insolvency of the debtor is only a distant threat. In any case, a contract is concluded which requires judicial assistance to bind dissenting parties. The legal framework governing such proceedings is restructuring law. All restructuring law forms, in essence, a part of contract law rather than insolvency law (‘contractual approach to restructuring proceedings’). This new approach requires a constitutional law background that allows contract law to impose amendments to contracts by judgment. Here, restructuring law can be seen as a further development of a general hardship rule. The contractual approach is able to highlight the differences between insolvency and restructuring proceedings. It puts the tragedy of anticommons in the focus and challenges the application of insolvency principles. Future restructuring law reform should consider to recalibrate current tests for the confirmation of

⁹⁶ Stephan Madaus, 2018, s. 630.

⁹⁷ Idem, s. 633-634.

⁹⁸ Idem, s. 633-634.

restructuring plans accordingly. The judiciary would be asked to adopt the definitions for insolvency and restructuring proceedings when confronted with rules using these terms.”⁹⁹

Madaus käsittelee myös sopimusperusteiseen menettelyyn liittyen näiden menettelyiden kansainväliseen yksityisoikeuteen liittyvää ulottuvuutta, todeten, että uudelleenjärjestelymenettelyt tulisi niiden luonteen perusteella jättää kansainvälisen maksukyvyttömyysoikeuden soveltamisen ulkopuolelle. Sama periaatehan ilmenee Englannin oikeudessa.

2.10 Tarvitaanko maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä prosessuaalisena edellytyksenä menettelyissä?

Uudelleenjärjestelydirektiivissä edellytetään jäsenvaltioiden varmistavan, *kun maksukyvyttömyys näyttää todennäköiseltä*, että taloudellisissa vaikeuksissa olevilla velallisilla on käytettävissään ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteet.¹⁰⁰ Tämän osalta on edelleen huomattava direktiivin minimiharmonisaatio-perusteinen lähtökohta. Jäsenvaltiot voivat ottaa käyttöön direktiiviä laajempia menettelyitä, mukaan luettuna yhtiöoikeudelliset ennakoivat menettelyt, joissa maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä ei valittujen esimerkkien mallien mukaisesti tarvitse, eikä myöskään ole tarkoituksenmukaista käyttää prosessuaalisena edellytyksenä.

Englantilaisen oikeuskäytännön mukainen mekanismi toimii tässä hyvänä esimerkkinä. Sen mukaisesti tuomioistuinmenettelyn lähtökohtana on yrityksen perusteltu tarve kompromissille ja / tai järjestelylle velkojien tai osakkaidensa kanssa. Tällainen tarve voi luonnollisesti syntyä täysin riippumatta siitä, onko yrityksellä todennäköinen maksukyvyttömyystilanne. Erityisesti yhtiöoikeudellisten menettelyjen mahdollistamat osakkeiden oikeuksien muutokset, esimerkiksi takeover-tilanteissa, ovat luonnollisesti täysin riippumattomia mahdollisista maksukyvyttömyystilanteista.

Kun puolestaan tarvitaan lähempänä yrityssaneerausmenettelyä olevia oikeudellisia menettelyjä, mukaan luettuna erilaiset yhtiön velkoja koskevat maksu- ja perintäkiellot, maksukyvyttömyyden todennäköisyyden edellyttäminen prosessuaalisena edellytyksenä tuntuu perustellulta. Tässä suhteessa on kuitenkin tärkeä ymmärtää eri tyyppisten ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen erot ja pyrkiä laatimaan lainsäädäntöä tämän mukaisesti. Edellä mainittu ELI Study toimii osaltaan tässä kysymyksessä hyvänä referenssilähteenä. ELI Studyn suositus 1.25 toteaa myös selvän kannan kysymykseen erillisen testin tarpeellisuudesta: *“...workout supporting proceedings should not require a specific access test referring to the situation of the debtor’s business. Instead, the court should only require the debtor to*

⁹⁹ Idem, s. 645.

¹⁰⁰ Uudelleenjärjestelydirektiivi 1 luku 4 artikla.

submit a workout agreement with sufficient creditor support according to the stipulated majority requirements.”¹⁰¹

Kun jäsenmaissa mietitään optimaalista mallia direktiivin implementoimiseksi, onkin hyvä ainakin tiedostaa yhtiöoikeudellisten menettelyjen tuomat edut direktiivin keskeisten tavoitteiden edistämiseksi sen ohella, että mietitään mahdolliset lainsäädäntötarpeet direktiivin edellyttämän minimiharmonisaation toteuttamiseksi. Paras malli saattaa koostua useista rinnakkain toimivista menettelyistä. Näin on jo useissa maissa. Englannin oikeudessa on neljä erillistä prosessuaalista menettelyä yrityksen rahoituksen uudelleenjärjestelyyn: Scheme-menettelyn ohella CVA-menettely, administration-menettely sekä varsinainen liquidation-menettely. Ranskassa menettelyjä on jopa viisi: Conciliation-menettely, Procédure de Sauvegarde -menettely, Sauvegarde Accélérée -menettely sekä pelkästään rahoitusvelkoja koskeva Procédure de Sauvegarde Financière Accélérée -menettely.¹⁰²

3. Yritysrahoituksen markkinaympäristön muutos ja siihen liittyvät uudet oikeussuojatarpeet

3.1 Yritysten vieraan pääoman rahoituksen markkinan muutokset

Seuraavissa jaksoissa arvioin yritysten markkinaehtoisien vieraan pääoman lähteiden muutosta keskeisimpien vieraan pääoman rahoituslähteiden markkinoiden kehityksen tarkastelun kautta. Painopisteenä on eurooppalaisen markkinan kehitys, jonka voi kuvata seuranneen perässä Yhdysvalloissa tapahtunutta markkinakehitystä. Eurooppalaisen markkinan pankkikeskeisyys USA:n markkinaan verrattuna on ollut pitkään selvänä erona kansainvälisissä vertailuissa eurooppalaisen ja Yhdysvaltojen markkinoiden välillä. USA:n joukkovelkakirjamarkkina onkin ollut esimerkkinä muun muassa EU komission pyrkimyksissä kehittää eurooppalaista rahoitusjärjestelmää.

EU:n komissio julkisti 30.9.2015 pääomamarkkinaunionin luomista koskevan toimintasuunnitelman. Toimintasuunnitelman mukaan eurooppalaiset pk-yritykset saavat pääomamarkkinoilta viidenneksen siitä rahoituksesta kuin yhdysvaltalaiset pk-yritykset. Jos eurooppalaiset riskipääomamarkkinat olisivat yhtä vahvat, yritysten rahoittamiseen olisi ollut käytettävissä yli 90 miljardia euroa varoja vuosien 2009 ja 2014 välisenä aikana. Jos EU:n arvopaperistamiset voitaisiin palauttaa —turvallisesti— kriisiä edeltäneille keskimääräisille liikkeeseenlaskutasoille, pankit voisivat lisätä luotonantoa yksityiselle sektorille yli 100 miljardilla eurolla. Jo pk-yrityslainojen arvopaperistamisen palauttaminen edes puoleen kriisin aikana saavutetusta huipputasosta tuottaisi myös 20 miljardin euron lisärahoituksen. Myös investointitarpeet ovat suuret — on esimerkiksi arvioitu, että EU:n siirtyminen vähähiiliseen talouteen edellyttää vuosittain 200 miljardin euron investointeja.¹⁰³

¹⁰¹ ELI Study, s. 193.

¹⁰² VN:n velkakonversioselvitys, s. 165-184.

¹⁰³ Euroopan komissio, Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, 30.9.2015 KOM (2015) 468 lopullinen.

Pääomamarkkinaunionin olisi sen tavoitteiden mukaisesti autettava EU:ta pääsemään tilanteeseen, jossa esimerkiksi pk-yritykset voivat hankkia rahoitusta yhtä helposti kuin suuret yritykset. Edelleen investointikustannukset ja sijoitustuotteiden saatavuuden tulisi lähentyä toisiaan kaikkialla Euroopan unionissa, rahoituksen saaminen pääomamarkkinoilta tulisi olla entistä yksinkertaisempaa ja rahoituksen hankintaa toisesta jäsenvaltiosta ei saisi hankaloittaa tarpeettomilla oikeudellisilla tai valvontaan liittyvillä esteillä. Euroopassa on todettava tapahtuneen merkittävää muutosta kohti hajautuneempaa rahoitusjärjestelmää, kun arvioidaan kehitystä, jota on jo tapahtunut pääomamarkkinaunionin luomista koskevan toimintasuunnitelman julkistamisen jälkeen.

3.2 Pankkirahoitus ja sen regulaatio

Markkinaehtoinen pankkirahoitus toimii niin kutsutun syndikoidun pankkirahoituksen kautta. Syndikoiduissa lainoissa pankkiryhmä myöntää samaehtoisen, yhteiseen lainasopimukseen perustuvan lainan velalliselle; lainat ovat joko limiittimuotoisia, revolving credit facility -perusteisia tai jatkuvasti nostettuja, term loan -perusteisia lainoja. Vuoden 2017 aikana eurooppalaisten (niin kutsuttu EMEA-alue, jossa mukana Lähi-Idän alueet) lainojen kokonaismäärä laski 6.4 prosenttia edellisestä vuodesta ollen yhteensä 893 miljardia dollaria, mutta globaali lainavolyymi puolestaan nousi 12 prosenttia päättyen 4.6 biljoonaan dollariin.¹⁰⁴ Eurooppalaiset lainanottajat kuitenkin toteuttivat useita jopa yli 10 miljardin dollarin luottolimiittijärjestelyjä, joissa lainanottajina muun muassa yhtiöt: British American Tobacco PLC, Hochtief AG, Atlantia SpA, Fortum Oyj, Enel SpA ja Semyrhamis SA.¹⁰⁵ Vuoden 2018 aikana syndikoitujen lainojen volyymissä saavutettiin ennätystaso lainamäärän yltäessä ensimmäistä kertaa 5 biljoonaan dollarin yhteismäärään. Myös EMEA-alueen lainamäärä kasvoi 13 prosenttia päättyen yli 1 biljoonan dollarin määrään.¹⁰⁶

Pankkirahoituksen dokumentointi toimii pääsääntöisesti johtavan markkinajärjestön, Loan Market Associationin, luomaan mallidokumentaatioon pohjautuen. Loan Market Association on toiminut markkinoiden kehittäjänä ja erityisesti mallidokumentaation ylläpitäjänä jo yli 20 vuoden ajan. LMA-dokumentaatiomallit on laadittu erikseen niin kutsuttuja Investment Grade -lainaottajia varten sekä toisaalta niin kutsuttuja leveraged-lainanottajia varten. Erottelu perustuu kansainvälisten luottoluokituslaitosten riskiluokituksen systematiikkaan.

Lahtokohtana sopimuksissa sovellettavan lain valinnan ja tuomiopaikan osalta LMA-standardeissa on Englannin laki ja englantilaiset tuomioistuimet, mutta dokumentaatiopohjaa käytetään yhtäläisesti myös muiden laki- ja tuomiopaikkavalintojen yhteydessä.¹⁰⁷ Lainasopimuksien rakenteisiin liittyy päättökentekojärjestelmä, jossa lainoja koskevat päätökset voidaan tehdä pääsääntöisesti kahden

¹⁰⁴ Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review, Full Year 2017.

¹⁰⁵ Idem.

¹⁰⁶ Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review, Full Year 2018.

¹⁰⁷ ks. <www.lma.eu.com>; ks myös N. Voisey, A. Slocombe (edit.), *Loan Market Association, 20 Years in the Loan Market*, 2016, ISBN 978-0-9554973-4-6.

kolmasosan enemmistö päätöksillä kaikkia lainanantajia sitovina. Erityisesti Investment Grade -lainasopimusten osalta käytäntönä on kuitenkin, että merkittävimmät muutokset, mukaan lukien lainan koron, pääoman tai maturiteetin muutokset, edellyttävät lähtökohtaisesti kaikkien lainanantajien hyväksyntää.

Kansainvälisesti toimivien pankkien regulaatio perustuu keskeisesti kansainvälisen selvittelypankin, BIS:n, koko globaalia pankkisektoria koskevaan itsesääntelyyn, jolla on soft law -perusteinen asema markkinoiden ohjauksessa. BIS:n mallia revisoitiin merkittävästi vastauksena vuosien 2007–2009 kansainväliseen finanssikriisiin; uusinta voimassa olevaa mallia kutsutaan yleisesti Basel III -standardeiksi. Basel III -säännökset lisäsivät vaatimuksia pankkien pääomitukselle ja tiukensivat edellytyksiä pääomiin luettaville finanssi-instrumenteille. Edelleen säännöksiin sisältyy operatiivisia riskejä koskevia määräyksiä ja erityisesti niin kutsuttu ”leverage ratio framework”, joka rajaa useamman kehitetyn tunnuslukuperusteisen mittarin kautta pankin velkaantuneisuutta. On huomattava, että uusien säännösten implementointi on edelleen kesken ja toteutuu liukuen lähtökohtaisesti vuoteen 2022 mennessä. Eurooppalaisessa kontekstissa Baselin pankkivalvontakomitean tuottama, Basel III -perusteinen kansainvälinen pankkien regulatiivinen malli, on toteutettu niin kutsutun CRD4 -paketin kautta. Tähän pakettiin kuuluu ”Capital Requirements Regulation” täydennyksineen (”CRR”), ”Capital Requirements Directive IV” (”CRD IV”) liitteineen sekä Euroopan parlamentin ylläpitämä web-sivusto ”CRDIV/CRR” -kysymyksistä.¹⁰⁸

Pankkien yritysluottoriskien määrittely tapahtuu yksinkertaisimmin joko niin kutsutun standardimenetelmän kautta, jossa käytetään lähtökohtana ulkopuolisia hyväksyttyjä luottoluokitusarvioitsijoita tai pankkien sisäisen, viranomaisen valvoman, oman rating-metodologian kautta. On huomattava, että jo niin kutsuttu Basel II -standardi toi mukanaan rating-perusteisen arvioinnin pankkien pääomalaskentajärjestelmien osaksi, mutta Basel III -standardin kiristyneiden pääomavaatimusten kautta voidaan luottokelpoisuusarvioilla perustellusti argumentoida olevan entistä suurempi merkitys pankkien toimintaan. Tämä on aiheuttanut pankkien luotonmyöntökriteerien kiristymistä sekä luottomarginaalitasojen suurempia vaihteluvälejä yritysrahoituksessa.¹⁰⁹

3.3 Joukkovelkakirjaperusteinen rahoitus

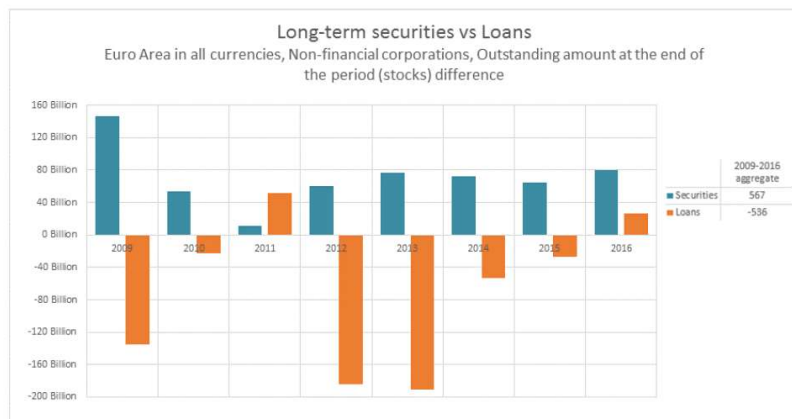
Toinen keskeinen markkinaehtoisen rahoituksen lähde on sijoittajaperusteinen joukkovelkakirjalainamarkkina, joka on kehittynyt viimeisten vuosien aikana merkittävästi erityisesti Euroopassa. Vuoden 2017 aikana eurooppalainen (EMEA) liikkeeseenlaskuaktiiviteetti kasvoi 7.2 prosenttia, päättyen 4,3 biljoonan dollarin tasolle. Vuonna 2018 EMEA-alueen liikkeeseenlaskuvolyymi kuitenkin laski 3,6 biljoonan dollarin tasolle, mutta vuoden aikana markkina oli myös globaalisti

¹⁰⁸ European Banking Authority, Single Rulebook, Implementing Basel III in Europe, saatavilla: <<http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook>>, versio 15.9.2019.

¹⁰⁹ ks. esimerkiksi Basel Committee on Banking Supervision, High-level summary of Basel III reforms, December, 2017.

hiljaisempi.¹¹⁰ Verrattuna syndikoitujen pankkilainojen volyymiin, eurooppalaisten joukkolainojen ("bondien") liikkeeseenlaskijoiden vuosittainen lainamäärä on volyymiltaan jo noin nelinkertainen ja tämä ero on kasvanut oheisen EU komission asiantuntijaryhmän raportin kuvaamalla tavalla muutamassa vuodessa moninkertaisesti. Tämä kuvastaa hyvin sitä merkittävää muutosta, joka on tapahtunut eurooppalaisessa rahoituksen rakenteessa.¹¹¹

Kaavio 4. Finanssisektorin ulkopuolisten yritysten pitkäaikaisten joukkolainojen ja lainojen käytössä olevien määrien kannan muutos



Source: ECB

Lähde: Expert Group of European Commission on European Corporate Bond Markets, 2017, Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds November 2017, kuvalainaus s. 9.

Viime vuosien rahoituksen rakenteellinen muutos edellä kuvatulla tavalla merkittävästi joukkovelkakirjaperusteiseen suuntaan on monipuolistanut, mutta myös hajauttanut yritysten rahoitusrakenteita. Erityisen kasvava osa bondi-markkinaa oli vuonna 2017 niin kutsutun High Yield -luokan, eli investment grade -luokkaa alemmaksi luottoluokiteltujen yritysten lainaemissioiden määrä, joka kasvoi globaalisti 40 prosenttia edellisen vuoden tasosta, päättyen 432 miljardiin dollariin. Euro-määräisten High Yield -luokan joukkolainojen vuosittaisen emissiovolyymien kasvu oli vielä tätä suurempaa, jopa yli 60 prosenttia.¹¹² Globaalin kokonaismarkkinan laimeuden vuoksi vastaavat

¹¹⁰ Thomson Reuters, Debt Capital Markets Review, Full Year 2017 and 2018.

¹¹¹ Expert Group of European Commission on European Corporate Bond Markets, 2017, Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds November 2017.

¹¹² Thomson Reuters, Debt Capital Markets Review, Full Year 2017 and 2018. High Yield -luokalla ymmärretään kansainvälisessä luottokelpoisuusluokituksessa niin kutsuttua sijoituskelpoista luokkaa alemmalle tasolle luottokelpoisuudeltaan arvioituja sijoitusinstrumentteja.

emissiovolymit olivat vuoden 2018 aikana kuitenkin merkittävästi pienemmät, globaalin tason jäädessä 38 prosenttia alemmalle tasolle edellisestä vuodesta.

Bondimarkkinan dokumentaatiokehitystä on ohjannut merkittävästi kansainvälinen pääomamarkkinajärjestö ICMA, jonka suosituksiin perustuen bondi-dokumentaatioita toteutetaan.¹¹³ Bondi-lainojen ehtorakenteisiin liittyy aina kutakin lainanottajaa koskevia yksittäistä emissiota varten laadittuja ehtoja, jotka koskevat muun muassa lainanantajien ristiineräännättämisoikeutta, eli ”cross default” -ehtoja, sekä vakuudenantorajoituksia, eli negative pledge -lausekkeita. Ehtoihin liittyy markkinakäytännön mukaisesti aina lausekkeita velkojien yhteistoimintamenettelyistä, joiden mukaisesti voidaan velkakirjanhaltijoiden eri tilanteita varten määritellyillä määränemistöillä hyväksyä muutoksia lainaehtoihin kaikkia velkojia sitovasti. Kuitenkin, kuten syndikoiduissa lainoissa, erityisesti Investment Grade -liikkeeseenlaskijoiden¹¹⁴ dokumentaatioissa keskeiset muutokset, mukaan lukien lainan korkoon, pääomamäärään ja maturiteettiin liittyen, edellyttävät yleensä kaikkien lainanantajien hyväksyntää. Myös ICMA-perusteisen dokumentaation eurooppalaisena lainvalintana on lähtökohtaisesti Englannin laki, mutta myös muiden maiden lainvalintoja toki käytetään. Sekä syndikoitujen lainojen että bondilainojen lainvalinnan osalta on hyvä ottaa huomioon, että Englannin oikeuden ja englantilaisten tuomioistuimien lainvalinnan kautta voidaan lainoihin kohdistaa Scheme of Arrangement -menettely. Tätä mahdollisuutta onkin markkinoilla käytetty jo merkittävästi hyväksi useissa eurooppalaisten yritysten lainojen uudelleenjärjestelytilanteissa.

Eri markkinaorganisaatiot ovat myös kehittäneet alueellisesti joukkolainaperusteista rahoitusta, muun muassa luomalla malliehtoja keskeisten markkinatoimijoiden käytettäväksi. Suomessa Elinkeinoelämän Keskusliitto yhdessä Arvopaperimarkkinayhdistyksen kanssa toteutti vuonna 2013 laajan, eri markkinaosapuolia konsultoivan projektin, jonka pohjalta julkistettiin 30.12.2013 malliehdot joukkolainoille, joiden liikkeeseenlaskijana on lähtökohtaisesti luottoluokittelematon tai niin kutsuttua investment grade -luottoluokitustasoa alhaisemman luottoluokituksen liikkeeseenlaskija. Yritysjoukkolainojen malliehtojen keskeisenä tavoitteena on alentaa myös pienempien yritysten kynnystä lähteä joukkolainamarkkinoille ja hakea sieltä lisää rahoitusvaihtoehtoja. Niiden avulla voidaan lisätä lainojen liikkeeseenlaskujen tehokkuutta ja kehittää parhaita markkinakäytäntöjä. Malliehtoja laadittaessa pidettiin erityisesti silmällä markkinoille tulevia liikkeeseenlaskijoita. Mallidokumentit sisältävät kaksi erillistä osaa: tekniset malliehdot sekä kaupallisten ehtojen mallilausekkeet.¹¹⁵ Malliehdoissa on varsin laajasti eri tilanteisiin soveltuvat yhteistoimintalausekkeet.

Suomalaiselle markkinalle emittoitujen joukkolainojen markkinavolyymista tai käytetyistä ehdoista on vaikea saada kattavaa tietoa, koska merkittävä osa liikkeeseenlaskuista toteutetaan private placement -perusteisesti. Julkisesti noteerattujen lainojen vuosittainen emissiomäärä on kuitenkin pysynyt tasaisena vuodesta 2013 lähtien, Finanssivalvonnan esiterekisterissä on muiden kuin finanssisektorin liikkeeseenlaskijoiden julkisesti noteerattuja yksittäisiä joukkolainaesitteitä rekisteröityinä vuosittain

¹¹³ ICMA –organisaatio kotisivu, saatavilla: <www.icmagroup.com>.

¹¹⁴ Investment Grade –luottoluokituksella ymmärretään kansainvälisten luottoluokittajien riskiarvioinnissa sijoituskelpoiseen luokkaan arvioimia sijoitusinstrumentteja.

¹¹⁵ Arvopaperimarkkinayhdistys, Yritysjoukkolainojen malliehdot, 2013, saatavilla: <<https://cgfinland.fi/materiaalipankki/joukkovelkakirjat/>>, versio 19.4.2019.

seuraavasti: vuonna 2013 12 kpl, vuonna 2014 9 kpl, vuonna 2015 8 kpl, vuonna 2016 9 kpl, vuonna 2017 13 kpl ja vuonna 2018 12 kpl.¹¹⁶

3.4 Kansainväliset velkarahoitusrahastot ja muu varjopankkitoiminta

Varsin mielenkiintoinen vieraan pääoman sektori on viime vuosina ollut pankkisektorin ulkopuolisten rahoituksen välittäjien toiminta, mikä on kasvanut merkittävästi. Financial Stability Boardin (”FSB”) vuoden 2016 Global Shadow Banking Monitoring Report:in tilaston mukaan niin kutsuttujen Other Financial Intermediaries -tahojen (”OFI”) hallinnoimien varojen määrä on kasvanut merkittävästi viimeisen kymmenen vuoden aikana. Nämä välittäjät ovat FSB:n määritelmän mukaisesti muita finanssiyhtiöitä, kuin keskuspankkeja, pankkeja, vakuutusyhtiöitä, eläkeyhtiöitä, julkisia rahoitusyhtiöitä tai julkisia rahoituksen välittäjiä. Tyypillisiä OFI -yhtiöitä ovat erilaiset rahastomuotoiset rahoitussektorin toimijat, ”private equity / debt” -rahastot. OFI-sektorin välittämien finanssivarojen kokonaismäärä on kasvanut tasaisen nopeasti vuoden 2003 noin 35 biljoonan dollarin tasolta vuoden 2015 noin 92 biljoonan dollarin määrään.¹¹⁷ Viimeisinä vuosina OFI-sektorin kasvu on jatkunut tasaisena ja sektorin finanssivarojen määrä ylittää jo noin 31 prosenttiin koko maailman finanssivaroista.¹¹⁸

Hyvän kuvan eurooppalaisten niin kutsuttujen yksityisten velkarahastojen toiminnasta saa Deloitte-konsulttiyhtiön ylläpitämästä ”Deloitte Alternative Lender Deal Trackerista”, joka julkaistaan neljännesvuosittain. Raportin Q4/2018 versiossa on listattuna viimeisen 25 kvartaalin aikana toteutetut yhteensä jopa 1753 yksittäistä raportoitua eurooppalaista vaihtoehtoisten rahoittajien velkarahoitustransaktiota. Englannissa näistä oli toteutettu 664, ja muualla Euroopassa 1089 järjestelyä. Raportin mukaan viimeisen viiden vuoden aikana vaihtoehtoisten rahoittajien rahastojen vuotuinen pääomanhankinta on jokaisena vuonna ylittänyt tai ollut vähintään 20 miljardia dollaria, vuoden 2017 kokonaismäärän ollessa jo 68 miljardia dollaria. Vuoden 2018 aikana tämä rahastojen yhteenlaskettu varainhankinta oli 50 miljardia dollaria.¹¹⁹

On havaittavissa, että pankkisektoriin kohdistuneen regulaation lisääntymisen seurauksena markkinoilla on tapahtunut selvästi siirtymistä vaihtoehtoisen rahoituksen käytön suuntaan. Yhdistettynä pääomamarkkinaperusteisen vieraan pääoman volyymin kasvuun, kansainvälisten velkarahastojen

¹¹⁶ Finanssivalvonta esiterekisteri, yksittäiset joukko- ja vaihtovelkakirjalainat, saatavilla:

<<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Esiterekisteri/>>, versio 2.3.2019.

¹¹⁷ Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, May 2017, s. 16.

¹¹⁸ Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, (4.2.2019), s. 16.

¹¹⁹ Deloitte, Alternative Lender Deal Tracker, Q4/2017 ja Q4/2018, saatavilla:

<<https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financialadvisory/articles/alternative-lender-deal-tracker.html>>, versio 30.3.2019.

välttämä vieraan pääoman -ehtoinen rahoitus merkitsee kokonaisuutena merkittävää rakenteellista muutosta yritysten vieraan pääoman lähteisiin. Tämän rakenteellisen kehityksen hahmottaminen on varsin tärkeää mietittäessä tarpeita ja menetelmiä yritysten rahoitukseen liittyvien oikeudellisten järjestelymekanismien kehittämiseksi.

3.5 Osakemarkkinoiden kehitys ja niiden merkityksen korostuminen vieraan pääoman markkinoiden muutosten kautta

Kansainvälisen osakerahoituksen markkina on myös kasvanut huomattavasti viime vuosien aikana. Vuoden 2017 aikana erityisesti eurooppalaisen Equity Capital Market ("ECM") -markkinan liikkeeseenlaskuaktiiviteetti kasvoi merkittävästi, 44 prosenttia verrattuna edellisvuoteen, saavuttaen 242,9 miljardin dollarin vuosivolyymiin. Globaalisti kasvu oli vastaavasti yli 18 prosenttia, päätyen 783,7 miljardin dollarin vuosivolyymiin. Vuoden 2018 heikomman markkinaaktiiviteetin seurauksena emissiovolyymit laskivat sekä globaalisti (12 prosenttia) että erityisesti Euroopassa (35 prosenttia).¹²⁰ Tilastoihin on laskettu mukaan sekä IPO-emissiot että listattujen yritysten lisäemissiot markkinoille. Osake-emissioiden määrän kasvu peilaa yleensä laajemmin taloudellisen kasvun ja yritysten toiminnan aktiiviteetin lisäämistä, mutta finanssimarkkinoiden regulaatiota seuraaville osakemarkkina-aktiiviteetin kasvu selittyy vieraan pääoman rahoituksen, erityisesti pankkien vakavaraisuuslaskentaan liittyvien regulatiivisten vaatimusten kiristymisen kautta. Yksinkertaistettuna, voidakseen lisätä vieraan pääoman perusteista rahoitusta, yritykset tarvitsevat aikaisempaa enemmän myös oman pääoman ehtoista rahoitusta taseisiinsa.

3.6 Markkinaosapuolten toiminta; aktivistirahastojen lisääntynyt rooli markkinoilla

Viime vuosien sijoitusmarkkina on tuonut markkinoille merkittävän uuden sijoittajatyypin, aktivistirahastot. Näiden roolia markkinatoiminnassa kuvaa J.P. Morganin vuonna 2015 julkaiseman raportin arvio, jonka mukaan aktivistisijoittajiksi luokiteltavien rahastojen hallinnoimat varat olivat nousseet vuoden 2003 12 miljardin dollarin tasosta noin 112 miljardiin dollariin vuonna 2014.¹²¹ Raportin mukaan yli kymmenen yksittäisen rahaston hallinnoimat varat ylittivät jo vuonna 2014 10 miljardia dollaria, eli määrän, joka kymmentä vuotta aikaisemmin vastasi koko näiden rahastojen yhteenlaskettua varallisuutta. Harvard Law Schoolin julkaisun mukaan vuoden 2017 kolmen ensimmäisen kvartaalin aikana

¹²⁰ ThomsonReuters, Global Equity Capital Markets Review, Full Year, 2017 and Full Year 2018.

¹²¹ J.P.Morgan, The activist revolution, January 2015, saatavilla:

<https://www.jpmorgan.com/directdoc/JPMorgan_CorporateFinanceAdvisory_MA_TheActivistRevolution.pdf>, versio 19.4.2019.

myös yli 100 eurooppalaista yritystä oli julkisten osakasvaateiden kohteena, joita usein esitetään aktivistirahastojen toimesta.¹²²

Aktivistirahastoilla on hyvin erilaisia profileita. Useimpien toimijoiden selvänä päämääränä on ainoastaan aktiivisen, mutta sinänsä yhtiön etua edistävän osallistumisen kautta tukea yhtiön toiminnan tuloksellisuutta. Osa rahastoista voi toimia kuitenkin aggressiivisemmän, opportunistisen strategian mukaan; ensisijaisena päämääränä ei ole ”yhteisen hyvän” edistäminen, vaan paremminkin mahdollisuus saada muista sijoittajista poikkeavia, ylimää räisiä preemioita, erityisesti hankitun osakeomistuksen tai velkaosuuden lunastusten kautta. Rahastojen toiminta on täysin lain mukaista, on toki oikeutettua pitää kiinni sopimuserusteisista tai lakiin perustuvista oikeuksista. Kysymys onkin esitettävä toisin päin, pitäisikö lainsäädännön ottaa paremmin huomioon opportunistisen markkinakäyttäytymisen lisääntyminen? Potentiaaliset tilanteet, joissa opportunistiset rahastot pystyvät hyötymään, saaden muihin sijoittajiin verrattuna ylimää räistä preemiota, liittyvät yleensä maihin, joiden lainsäädännössä ei ole oikeudellisia suojamekanismeja osakkaiden tai velkojien ryhmien enemmistöille tilanteissa, joissa yhtiön kokonaisedun mukaisesti tarvittaisiin järjestelyjä yhtiön osakkeisiin tai velkoihin.

Esimerkiksi vain kymmenen prosentin vähemmistö voi useissa maissa käytännössä estää yhtiön ja sen osakkaiden kokonaisintressin vastaisesti suunnitellun yhtiön osakkeen julkisen noteerauksen päättämisen eli nk. de-listauksen ja siirtymisen yksityiseksi yhtiöksi. Vastaava järjestelytarve voi estyä yhden velkojan toimesta yhtiön velkainstrumentissa, mikäli yhtiön yksittäisessä lainajärjestelyssä on tarve muutokselle, joka edellyttää kaikkien velkojien hyväksyntää, esimerkiksi maturiteetin pidentämiseen liittyen.

Ruotsin markkinoilla tämän tyyppisiä opportunistisia toimijoita on viime vuosina arvioitu olleen ainakin kahdessa noteerattua yhtiötä koskevassa transaktiossa. Toisessa General Electric Co. lunasti aktivistirahastoilta omistusosuuden Arcam AB 3D -tulostusyhtiöstä¹²³ ja toisessa EQT-rahasto vastaavasti omistusosuuden IFS AB -yhtiöstä¹²⁴. Suomalaisista yhtiöistä Fortum Oyj on markkinatiedon mukaan saanut aktivistirahastoja sijoittajiksi saksalaiseen Uniper SE osakkuusyhtiöön, jossa Fortum on pääomistajana noin 49 prosentin omistusosuudella.¹²⁵

Kun tarkastellaan kehittyneitä yhtiöoikeudellisia järjestelymekanismeja, erityisesti Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettelyä, on näitä hyvä arvioida myös mahdollisina oikeudellisina suojakeinoina edellä kuvattua opportunistista sijoittajakäyttäytymistä vastaan. Tarjousmenettelyä koskeva sääntely voi toki jo sinällään sisältää karenssiaikoja, joiden sisällä sijoittajia olisi kohdeltava

¹²² Armand W. Grumberg, Scott C.Hopkins, Lorenzo Corte, Harvard Law School, *Activist Investing in Europe*, 2017 edition, 10.1.2018, <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/10/activist-investing-in-europe-2017-edition/>>, versio 2.3.2019.

¹²³ Asiaa koskeva Reuters uutinen 27.12.2017; <<https://www.reuters.com/article/us-ge-3dprinting-sweden/ge-raises-stake-in-swedens-arcam-by-buying-shares-from-hedge-funds-idUSKBN1EL0NC>>, versio 31.3.2019.

¹²⁴ Asiaa koskeva IFS yhtiön tiedote 12.9.2016, <<http://www.ifsworld.com/corp/news-and-events/newsroom/2016/09/12/eqt-acquires-elliotts-shares-in-ifs/>>, versio 31.3.2019.

¹²⁵ Asiaa koskeva Financial Times -artikkeli, *Second activist fund takes large stake in Uniper*, 20.12.2017, <<https://www.ft.com/content/530782de-e570-11e7-97e2-916d4fbac0da>>, versio 31.3.2019.

tasapuolisesti, mutta opportunistinen markkinatoimija voi kärsivällisesti odottaa tällaisen määräajan umpeutumista.

3.7 Julkiset ostotarjousmenettelyt ja niiden toteutus uudelleenjärjestelymenettelyn kautta

On hyvä vielä selventää lyhyesti tarkemmin, miksi julkisen yhtiön ostotarjous- ja lunastusmenettely on tehokkaammin ja yksinkertaisemmin toteutettavissa Scheme of Arrangement -menettelyn kautta, suojaten näin yhtiötä ja sen osakkaiden selkeää enemmistöä vähemmistösijoittajien hold out -position väärinkäytöltä.

Scheme of Arrangement on lakisääteinen menettely yhtiön ja sen osakkaiden välillä, ja sen mukaisesti lähtökohtaisesti yhtiön esittämä menettely (ei siis vihamielinen tarjous) voidaan toteuttaa, mikäli enemmistö osakkaista ja 75 prosenttia osakkeiden taloudellisesta arvosta (laskettuna kokouksessa edustettuina olevista osakkeista ja osakkaista) kannattaa ehdotettua menettelyä, edellyttäen edelleen, että tuomioistuin vahvistaa menettelyn. Opportunististen sijoittajien toiminnan tarkastelun kannalta on hyvä ymmärtää, että tarvittava ”minimivähemmistö”, jolla voi pyrkiä estämään yhtiön suunnittelemaa järjestelyä, on Scheme of Arrangement -mekanismissa, lähtökohtaisesti ilman mahdollista luokkajakoa, Englannissa 25 prosenttia ja EMCA:n mukaisesti yksi kolmasosa osakkeiden arvosta. Verrattuna esimerkiksi suomalaiseen tai ruotsalaiseen nykylainsäädäntöön, joiden mukaisesti sijoittajan hold out -tyyppinen asema voidaan saavuttaa jo 10 prosentin osuudella yhtiön osakkeista, vastaava hold out -asemaan oikeuttava määräosuus on Englannin lain ja EMCA:n mukaisesti merkittävästi suurempi.¹²⁶

¹²⁶ ks. Englantilaisesta takeover-käytännöstä, Slaughter and May, A Guide to Takeovers in the United Kingdom, January, 2018, saatavilla: <<https://www.slaughterandmay.com/what-we-do/publications-and-seminars/publications/client-publications-and-articles/a/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom/>>, versio 19.4.2019.

OSA II UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN KANSAINVÄLINEN TARKASTELU

1. Englannin Scheme of Arrangement -menettely

1.1 Yhtiöoikeudellisen Scheme of Arrangement -menettelyn keskeiset lähtökohdat

Scheme-menettelyssä on kolme prosessuaalista vaihetta. Ensimmäinen vaihe on hakemuksen käsittely, jota varten hakijan on laadittava esitys kompromissista tai järjestelystä (i) yhtiön ja (ii) sen osakkaiden tai velkojien tai näiden jonkin luokan välillä. Esityksen perusteella tehdään hakemus tuomioistuimelle, jossa pyydetään tuomioistuinta kutsumaan koolle kokous tai kokouksia esityksen käsittelemiseksi. Tuomioistuimen ensimmäisen käsittelyn päätökseen perustuen kutsutaan koolle ja järjestetään kokous tai kokoukset esityksen käsittelemiseksi kaikissa niissä luokissa, joita esitys koskee. Kolmantena vaiheena tuomioistuin vahvistaa tuomiolla edellä mainituissa kokouksissa, laissa vaaditussa järjestyksessä, hyväksytyn järjestelyn toteutuksen. Kun vahvistustuomio on rekisteröity yhtiörekisteriin, se tulee oikeusvoimaiseksi.¹²⁷

Hakemuksen tuomioistuimelle Scheme-menettelystä voi tehdä yhtiö, sen velkoja tai osakkeenomistaja, konkurssipesän asiamies tai administration-menettelyn selvitysmies. Tavanomaisimmin hakemuksen tekee yhtiö, joko hallituksen päätöksellä tai maksukyvyttömyystilanteissa konkurssipesän asiamiehen tai administration-menettelyn selvitysmiehen toimesta. Keskeinen oikeudellinen kysymys hakemukseen liittyen on ollut, voiko yhtiön velkoja tai osakkeenomistaja tehdä hakemuksen vastoin yhtiön hyväksyntää.

Edellä esitettyä kysymystä yhtiön osakkaan/velkojan oikeudesta hakemuksen tekemiseen käsiteltiin tapauksessa *Re Savoy Hotel Ltd*, liittyen yhtiön osakkaan hakemukseen Scheme-menettelyssä, missä osakkeenomistaja oli esittänyt järjestelyä, jossa yhtiön kontrolli olisi siirtynyt omistusjärjestelyn kautta hakemuksen tehneelle osakkaalle. Yhtiö kuitenkin vastusti ehdotettua järjestelyä. Asiaa koskevan tuomion mukaisesti yhtiön vastustaessa ehdotettua järjestelyä sitä ei voida vahvistaa. Perusteluna päätökselle tuomari *Nourse* lausui asiasta perustelun, jota pidetään keskeisenä lähtökohtana edellytykselle yhtiön myötävaikutuksesta hakemukseen:

*"If you were to find an act of Parliament which referred to an arrangement 'proposed between' a person who was adult and sui juris and his creditors, you would assume, first that that person would have to be a party to the arrangement and secondly, that he would have to consent to it."*¹²⁸

¹²⁷ Jennifer Payne, 2014, s. 18-19.

¹²⁸ *Savoy Hotel Ltd, Re* [1981] Ch 351.

Tuomioissa siis suhtauduttiin lähtökohtaisesti kielteisesti mahdollisuuteen lopullisesti päättää Scheme-menettelystä, jota yhtiö ei ole kannattanut. Tuomari *Nourse* totesi kuitenkin prosessuaalisen menettelyn osalta, että ensimmäisen vaiheen käsittelyssä tuomioistuin voi kuitenkin päättää, yhtiön vastustuksesta huolimatta, kutsua koolle hakemukseen perustuvan kokouksen. Poikkeuksena tällaisen kokouksen koollekutsumisesta on kuitenkin tilanne, jossa on selvää, että yhtiön suostumusta ei saada, jolloin tuomioistuimella ei ole mahdollisuutta toisessa käsittelyssään vahvistaa Scheme-menettelyä.

Re Savoy Hotel Ltd -tuomion perusteella oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että vaikkakaan niin kutsutut vihamieliset ("hostile") Scheme-menettelyt eivät ole täysin mahdottomia, ne ovat käytännössä vaikeasti toteutettavia, koska hakijan tulee näyttää, että yhtiön suostumus on todennäköisesti saatavissa, ennen kuin tuomioistuin voi päättää menettelyyn liittyvien kokousten koollekutsumisesta.¹²⁹

Tuomioistuimen rooli menettelyn ensimmäisessä käsittelyssä on varsin tärkeä. Vaikkakin hakijan lähtökohtaisena velvollisuutena on määritellä kaikki ne velkoja ja/tai osakkeenomistaja -luokat, joita hakemus koskee, tuomioistuimen tehtävänä on ensimmäisessä käsittelyssä päättää luokkajaosta ja käsitellä kaikki ne mahdolliset huomautukset, joita on esitetty ehdotettuun luokka-määrittelyyn liittyen. Tähän liittyen tuomioistuinikäytäntöä ohjaavassa vuoden 2002 *Practise Statement*:ssä korostetaan, että luokkien määrittelyyn liittyvät kysymykset tulee lähtökohtaisesti käsitellä ensimmäisessä käsittelyssä tai sen jatkokäsittelyssä. Näin ollen, mikäli osapuoli viittaa luokka-määrittelyyn liittyviin puutteisiin myöhemmässä vaiheessa, tulee hänellä olla perusteltu syy näin toimimiseen.¹³⁰

Lentoyhtiö *Garudaa* koskevassa tapauksessa vuodelta 2014 oli keskeisenä kysymyksenä, voitiinko menettely toteuttaa siten, että yhtiön vakuudettomien velkojen osalta oli muodostettu erillinen ryhmä rahoitusvelkojista, joiden osuuksien leikkaus hyväksyttiin, vaikka kaupallisten vakuudettomien velkojen asemaan ei puututtu. Tuomari *Lloyd* perusteli tuomiota taloudellisesti rationaalisella menettelyllä, sekä edelleen, että ei voida katsoa olevan niin, että eri vakuudettomien velkojen ryhmiä ei voitaisi kohdella järjestelyssä toisistaan poikkeavalla tavalla. Scheme menettelyssä prosessiekonomiaa edistää merkittävästi, että yhtiön ei tarvitse konsultoida niitä osapuolia, joihin järjestelyllä ei ole vaikutusta.¹³¹

Velvoite kaikkien velkojaryhmien ottamisesta mukaan saneerausmenettelyyn Suomessa ja useissa muissa maissa onkin ehkä keskeisin ero Scheme-menettelyyn nähden. Scheme-menettelyssä riittää, että kaikki ne luokat, joiden oikeuksiin menettelyllä on vaikutusta, osallistuvat siihen. Viimekädessä arvio luokkien määrittymisestä on tuomioistuimella. Jos tuomioistuin esimerkiksi katsoisi, että menettely vaikuttaisi kolmansien velkojen asemaan, vaikka näiden velan ehtoja ei muutettaisi, tulee tällaiset velkojat kutsua mukaan menettelyyn.

Merkittävä kysymys luokkajakoon, tai paremminkin oikeuteen äänestää Scheme-menettelyssä, liittyy tapaukseen *Re Tea Corporation Ltd*. Kysymys oli olennaisesti maksukyvyttömästä yhtiöstä, jonka eri

¹²⁹ Jennifer Payne, 2014, s. 45.

¹³⁰ Practice Statement (Companies: Schemes of Arrangement), Chancery Division 15 April 2002, [2002] 1 W.L.R. 1345.

¹³¹ Perusahaan Perseroan (Persero) PT Perusahaan Penerbangan Garuda Indonesia, Re, 4 October, 2001 [2001] (raportoimaton, tapausta selostettu Jennifer Payne, 2014, s. 42.)

velkojaryhmät sekä osakkaat äänestivät menettelyssä ehdotetusta järjestelystä. Tuomioistuin päätyi, osakkaiden -luokan vastustuksesta huolimatta, vahvistamaan ehdotetun menettelyn, koska osakkeilla ei katsottu olevan jäljellä taloudellista arvoa.¹³² Scheme-menettelyyn liittyvästä keskeisestä elementistä, velvollisuudesta hyväksyä menettely kaikissa niissä luokissa, joita järjestely koskee, perustellusta poikkeamisesta on kuitenkin esitetty uudempia käsityksiä oikeuskirjallisuudessa ja myös joissakin tuoreimpien oikeustapausten tuomioiden perusteluissa. Nykyisessä käytännössä onkin edellytetty, että osakkeiden taloudellisen arvon menetys on todennettu Scheme-menettelyyn liittyvässä maksukyvyttömyysmenettelyssä, jolloin on katsottu mahdolliseksi, että menettelyä ei ole erikseen vaadittu käsiteltäväksi osakkeenomistajaluokassa. Scheme-menettely mahdollistaa kuitenkin osakkaille tuomioistuinmenettelyyn osallistumisen ja mahdollisten väitteiden tekemisen esimerkiksi arvonmäärittäykseen liittyen. Tavanomaisesti yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä hyväksytään tällöin maksukyvyttömyysoikeudelliseen, esimerkiksi administration-menettelyyn liittyvä esitys yhtiön varallisuuden ja liiketoiminnan siirrosta yhtiön velkojien perustamalle yhtiölle ("pre-pack" -mekanismi). Yhtiön osakkuuteen ei menettelyllä näin ole suoraa vaikutusta, mutta taloudellisesti menettely vastaa velkakonversiota.

Jennifer Payne toteaa asiasta:

*"[d]espite the decision in Re Tea Corporation Ltd, in which the ordinary shareholders voted against the schemes, but had their dissent disregarded at the sanctioning stage, on the basis that they had no economic interest in the company's assets, the view taken by the courts today is that the court does not have the power to sanction a scheme, where that scheme has not been approved by a class of the members or creditors. However it is possible for a company to decide who to bring into a scheme, and if a particular group's rights are not affected by a scheme then their approval of the scheme need not be sought. As a result, these restructuring arrangements have been implemented by way of a scheme twinned with a pre-pack administration, in order to effectively reach the same result as the cramdown of a whole class."*¹³³

Englannin oikeuskirjallisuuden nykyisen perustellun kannan mukaisesti, jotta luokan yli velvoittavia menettelyjä voidaan Scheme-menettelyssä toteuttaa, tulee nämä tehdä asiaan liittyvän maksukyvyttömyys -menettelyn yhteydessä. Velkakonversiomenettelyyn liittyy aina merkittäviä ja usein haastavia arvonmäärittäykseen liittyviä kysymyksiä, minkä vuoksi, jo prosessiekonomisista lähtökohdista, on perusteltua, että velvoittavaan Velkakonversioon liittyvät kysymykset tulevat tarkasteltaviksi asiaan liittyvän varsinaisen maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä.

Velkakonversioon liittyvät kysymykset liittyvät olennaisesti pakkovahvistamistilanteissa sovellettavien niin kutsutun ehdottoman etuoikeuden tai relatiivisen etuoikeuden periaatteiden (absolute priority rule:n tai relative priority rule:n) toteuttamiseen, mitkä puolestaan edellyttävät pohjakseen perustellusti kokonaisuvaltaista maksukyvyttömyysmenettelyä ja sen perusteella tehtävää objektiivista arvonmäärittäystä.

¹³² Tea Corporation Ltd, Re [1904] 1 Ch 12.

¹³³ Jennifer Payne, 2014, s. 241.

1.2 Kompromissin tai järjestelyn tarpeesta menettelyn lähtökohtana; luokkajaon lähtökohdat

Englannin oikeudessa menettelyn lähtökohdaksi asetetuille käsitteille ”compromise” ja ”arrangement” ei ole laissa määritelty erityistä sisältöä, joten ne tulevat tarkasteltavaksi tarvittaessa oikeuskäytännön määrittämään, käsitteiden normaaliin kaupalliseen merkitykseen perustuen. Termien sisältö onkin muotoutunut pitkälti oikeuskäytännön kautta. Kompromissin (”compromise”) määrittelemiseksi Payne toteaa, että sen osalta edellytetään, että on olemassa jonkin tyyppinen ongelma tai riita (”difficulty” or ”dispute”), jota Scheme-menettelyllä pyritään ratkaisemaan. Vastavuoroisesti järjestely (”arrangement”) on käsitteellisesti laajempi, eikä rajoitu analogisesti samoihin tilanteisiin käsitteen kompromissi kanssa. Molempien termien osalta tuomioistuimet ovat edellyttäneet, että Scheme -menettely sisältää jonkin asteisen kompromissin (”give and take”). Tämän perusteella on esimerkiksi katsottu, että yhtiön osakkeisiin liittyvissä Scheme-menettelyissä, joissa osakkeenomistaja ainoastaan velvoitetaan luopumaan osaksoikeuksistaan, ei ole kysymys kompromissista tai järjestelystä lain tarkoittamassa merkityksessä.¹³⁴

Edelleen lisäedellytyksenä menettelylle on, että yhtiö on osapuolena menettelyssä. Tuomioistuinkäytännössä on varottu antamasta käsitteille kompromissi tai järjestely suppeaa merkitystä. Oikeustapauksessa *Re Unic Plc* esimerkiksi hyväksyttiin järjestely, jossa yhtiö järjestelyn kautta vapautui sitä merkittävästi rasittavista eläkevastuista, kuitenkin siten, että menettelyn osana toteutettiin osakemyynti, jolla rahoitettiin eläkerahastoon tehtävää lisäpääomitusta. Vasta tämän jälkeen eläkevastuut siirrettiin kolmannelle osapuolelle. Menettely rasitti yhtiön osakkaita, mutta perusteluna järjestelylle yhtiö voitiin säilyttää maksukykyisenä menettelyn kautta ja tällä perusteella kysymyksessä katsottiin olevan lain edellyttämä kompromissi tai järjestelytarve.¹³⁵

Scheme-menettelyyn keskeisesti liittyvästä luokkajaon edellytyksistä on merkittävästi oikeuskäytäntöä, erityisesti tapauksissa *Sovereign Life Assurance Co v. Dodd* sekä *Re Hawk Insurance Co Ltd Chadwick LJ*. Näistä ensimmäiseen viitataan useissa yhteyksissä, erityisesti tuomari Bowenin perusteluun, jonka mukaisesti omaksi luokakseen tulee määritellä ne henkilöt, joiden oikeudet eroavat toisistaan niin paljon, etteivät he voisi yhteisen edun näkökulmasta toimia yhdessä menettelyssä; hän ilmaisee asian käänteisesti:

*”[t]hat a class must be confined to those persons whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest”.*¹³⁶

Mainittu perustelu kehittyi kuitenkin edelleen jälkimmäisessä, *Re Hawk Insurance Co Ltd Chadwick LJ* -tapauksessa. Siinä tarkasteltiin kysymystä myös käänteisesti arvioiden, ovatko järjestelyyn osallisten oikeudet riittävän samanlaisia, jotta luokan erottamista ei tarvitse tehdä. Tässä päätöksessä korostettiin, että riittävän erilaiset oikeudet tulee käsitellä erillisinä luokkina, mutta on myös pyrittävä välttämään

¹³⁴ Jennifer Payne, 2014, s. 21.

¹³⁵ *Unic Plc*, Re [2011] EWHC 749 (Ch).

¹³⁶ *Sovereign Life Assurance Co. v. Dodd* [1892] 2 QB 573 ja *Hawk Insurance co Ltd*, Re [2001] EWCA Civ 241.

luokkajaan liian laajaa soveltamista, jolloin luodaan veto-oikeus entistä pienemmälle vähemmistöryhmälle. Luokkien määräytyksessä korostetaan ”balancing act” -lähtökohtaa. Luokat, joiden oikeudet eroavat toisistaan tarvitsevat tähän liittyen oikeussuojaa. Jos luokkia luodaan liikaa enemmän keinotekoisilla periaatteilla, näille muodostuu kullekin veto-oikeus tehtävistä päätöksistä. On huomattava, että mitä vähemmän järjestelyssä on luokkia, sitä paremmalla edellytyksellä Scheme voidaan hyväksyä. Scheme-menettelyn kannalta luokkakako muodostaa menettelyn keskeisen, osapuolten oikeussuojaa turvaavan osan. Sinänsä Englannin lain ja oikeuskäytännön mukaista mekanismia on pidettävä myös Suomen mahdollisen tulevan menettelyn kannalta merkittävänä, eri osapuolten oikeussuojaa turvaavana osana Scheme-menettelyä.

Arvioitaessa luokkajaan edellytyksiä, Englannin oikeuden painopiste tarkastelussa on osapuolten oikeuksissa, ei eduissa tai intressissä. Oikeuskirjallisuudessa viitataan tämän osalta kahteen keskeiseen oikeustapaukseen: *Re Hellenic and General Trust Ltd* sekä toisena *Re BTR Ltd*.¹³⁷ Näistä ensimmäinen koski takeover -järjestelyä, jossa, huolimatta siitä, että järjestely koski täysin samanlaisia osakkeita katsottiin järjestelyyn liittyvän rakenteellinen ero eri osakkaiden oikeuksissa. Kohde oli tarjoajan tytäryhtiö, jonka omistukseen liittyvien osakkeiden osalta niihin liittyvät *oikeudet* katsottiin poikkeavan olennaisesti muiden yhtiön osakkaiden oikeuksista, minkä vuoksi tuomiossa katsottiin perustelluksi erottaa emoyhtiön osakkeet sekä yhtiön muut osakkeet eri luokkiin.

Jälkimmäisessä *Re BTR Ltd* -tapauksessa oli kysymys ehdotetusta fuusiosta RTR- ja Siebe-yhtiöiden kesken. Kohdeyhtiön samanlaisista osakkeista huolimatta osakkaiden intressit katsottiin sinänsä olevan erilaisia, perustuen siihen, että osa järjestelyn osakkaista oli ennalta myös toisen yhtiön osakkaina. Siebe-yhtiö ei ollut kuitenkaan kenenkään osakkaan tytäryhtiö osakeomistuksen perusteella. Tuomiossa katsottiin, että huolimatta osakkaiden erilaisista *intresseistä* yhtiössä, ei pelkästään tällä perusteella katsottu olevan perustelua jakaa osakkaita eri luokkiin, koska pelkästään eroavien *intressien* perusteella eivät osakkeenomistajien *oikeudet* eronneet merkittävästi. Tuomari Parker perusteli päätöstä todeten:

“[b]ut that in itself, in my judgment, is simply a fact of life: it does not lead to the conclusion that shareholders who propose to vote differently are in some way a separate class of shareholders entitled to a separate class meeting.”

Scheme-menettelyn edellytyksenä on, että ehdotettua menettelyä on kannattanut 75 prosenttia kunkin luokan kokouksessa edustetuista osakkeista tai velkojista, taloudellisesta arvosta laskettuna. Tämän ohella edellytyksenä on niin kutsuttu headcount-testi, jossa vaaditaan edellä määritellyn taloudellisen enemmistön lisäksi lukumääräistä enemmistöä kokouksessa edustetuista luokan osakkaista tai velkojista. Headcount-testiä on arvosteltu oikeuskirjallisuudessa erityisesti siitä, että osakkailla tai velkojilla on mahdollisuus manipuloida menettelyä jakamalla osuuksiaan useille osapuolille. Tuoreessa oikeustapauksessa *Re Dee Valley Group Plc* tuomioistuin myös päätyi ratkaisuun, jossa todettiin, että äänet, joita oli annettu sellaisten henkilöiden toimesta, joille oli siirretty osuuksia siinä tarkoituksessa, että siirron ainoana perusteena oli pyrkiä estämään ehdotettu Scheme-menettely, olivat mitättömiä.¹³⁸

¹³⁷ *Hellenic & General Trust Ltd* [1976] 1 WLR 123 sekä *BTR Plc*, Re [1999] 2 BCLC 675.

¹³⁸ *Re Dee Valley Group PLC* [2017] EWHC 184 (Ch).

1.3 Menettelyn vahvistaminen

Seuraava tuomioistuinprosessin vaihe liittyy menettelyn vahvistamiseen. Englannin vuoden 2006 Companies Act ei sisällä tarkempia edellytyksiä menettelyn vahvistamiselle tai mitä tekijöitä tuomioistuimen on otettava huomioon menettelyä vahvistettaessa. Oikeuskirjallisuudessa on korostettu, että tuomioistuimella ei ole mitään velvollisuutta vahvistaa Scheme-menettelyä, toisin sanoen osapuolilla ei myöskään ole erityistä oikeutta saada menettelyä vahvistetuksi.¹³⁹ Tuomioistuimet ovat kuitenkin ratkaisukäytännössään edellyttäneet vahvistamiselle olevan kaksi keskeistä kriteeriä:¹⁴⁰

(i) tuomioistuimella on toimivaltuus Scheme-menettelyn vahvistamiseen ja

(ii) on asianmukaista käyttää tuomioistuimen harkintavaltaa Scheme-menettelyn vahvistamiseksi.

Tuomioistuimen toimivaltuuksien osalta keskeinen este liittyy esimerkiksi *ultra vires* -tyyppisiin tilanteisiin. Englannin oikeuden kansainvälisestä luonteesta johtuen englantilaisessa Scheme-menettelyssä tulee edelleen usein arvioitavaksi riittävä liittymä englantilaisten tuomioistuimien tuomiovaltaan. Tähän liittyvä merkittävä määrä oikeuskäytäntöä perustuu siihen, että kansainvälisissä rahoitussovimuksissa käytetään, jopa tavanomaisesti, sopimusperusteisesti sovellettavana lakina Englannin lakia ja sovittuna tuomiopaikkana lähtökohtaisesti englantilaisia tuomioistuimia.

Pakottavien, erityisesti luokkien päätöksentekoa koskevien edellytysten osalta tuomioistuin arvioi myös kokousten päätöksenteon toteutumisen lain edellytysten mukaisesti. Tuomioistuin harkinnassa on aikaisemmin katsottu, että menettelyihin liittyen saatettaisiin hyväksyä joitain teknisiä puutteita, jos menettelyjen lopputulosta pidetään oikeutettuna ja tuomioistuimella on hyvä syy vahvistaa Scheme-menettely.¹⁴¹ Tähän ajatteluun perustuen ehdotettiin myös tarkennusta lakiin, jonka mukaisesti tuomioistuimille olisi varmistettu olevan harkintavaltaa vahvistaa ehdotettu Scheme –menettely, mikäli se katsoi varmistetuksi, että mahdollisilla puutteilla luokkien määrittämisessä ei ollut oleellista vaikutusta lopputulokseen. Tämä ehdotus ei kuitenkaan toteutunut, minkä johdosta kanta tuomioistuimien mahdollisuuteen joustaa tekniseksi katsottavien puutteiden osalta on ollut pidätyväinen. Jennifer Payne toteaa lainsäädäntökäsittelyssä esitettyjen huolien olleen aiheettomia ja olevan valitettavaa, että tuomioistuinten harkintavaltaa on rajattu tilanteissa, joissa puutteet ovat teknisiä ja niillä ei ole olennaista vaikutusta lopputulokseen.¹⁴²

Harkintavallan laajuuden osalta tuomioistuimilla on korostettu olevan (edellä kuvattuihin teknisiin puutteisiin liittyvää harkintaa lukuun ottamatta) laaja harkintavalta. Paynen mukaan lausumaa, että järjestelyn tulee olla sellainen, että älykäs ja rehellinen, omasta edustaan huolehtiva luokkansa edustaja

¹³⁹ Jennifer Payne, 2014, s. 68-69.

¹⁴⁰ Scottish Lion Insurance Co Ltd. v. Goodrich Corp [2009] CSIH 6; 2010 SC 349.

¹⁴¹ Re Telewest Communications plc [2004] EWHC 924 (Ch); [2004] BCC.

¹⁴² Jennifer Payne, 2014, s. 71-72.

voisi sen järkevänä hyväksyä toistetaan usein tuomioistuimien perusteluissa tiivistettynä yhteenvetona kuvaamaan tuomioistuimien roolia ja Scheme-menettelyihin liittyvän harkintavallan käyttöä:

“Although the court has an unfettered discretion as to whether or not to sanction the scheme, it is likely to do so, as long as: (i) the provisions of the statute have been complied with; (ii) the class was fairly represented by those who attended the meeting and that the statutory majority are acting bona fide and are not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class whom they purport to represent; and (iii) that the arrangement is such as an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve.”¹⁴³

Harkintavaltaan liittyy siis toteama, jonka mukaisesti toteutuneiden luokkakohtaisten äänestystulosten ohella harkinnassa tarkastellaan järjestelyn kohtuullisuutta luokkaan (hypoteettisesti) kuuluvan järkevän ja rehellisen henkilön näkökulmasta. Tämä korostaa tuomioistuinten velvollisuutta harkita huolellisesti asianomaisen luokan vähemmistön esittämiä järjestelyä vastustavia perusteita. Tuomioiden perusteluissa on myös erityisesti korostettu, että tuomioistuin ei toimi Scheme-menettelyssä ainoastaan ”rubber stamp” -perusteisessa automaattisen vahvistajan roolissa, vaan varmistaa kunkin osapuolen oikeussuojaa menettelyyn liittyen.¹⁴⁴

1.4 Laaja soveltuvuus, sekä maksukyvyttömyystilanteissa että niiden ulkopuolella

Verrattaessa yhtiöoikeudellista Scheme-menettelyä ja muita ennakoivia uudelleenjärjestelymenettelyitä, Scheme-menettelyn käyttöalue on lähtökohtaisesti muita, usein pelkästään velkainstrumentteihin kohdistuvia menettelyjä laajempi. Laaja-alainen mekanismi, jossa on mahdollisuus saada menettelyn piiriin sekä osake- että velkainstrumentteja, tuntuu myös toimivalta mallilta varhaisen vaiheen menettelylle. Käytännössä yhtiöillä saattaa olla tarpeita järjestelyille, jotka koskevat sekä velka- että osakeinstrumentteja. Vapaaehtoisesti toteutettavan velkakonversion kannalta tämä malli toimii myös varsin hyvin. Samassa prosessuaalisessa menettelyssä voidaan käsitellä sekä velkojen velan uudelleenjärjestely, että siihen liittyvä yhtiön osakkaiden määräänemistön hyväksymä velkakonversio, esimerkiksi kohdistuen osaan velkojaryhmän saatavista.

Englannin, ja laajemmin Ison-Britannian, oikeusjärjestelmän kannalta on tärkeä ymmärtää, että Scheme-menettelyä voidaan käyttää myös keskeisenä osana maksukyvyttömyysmenettelyä. Englantilaisissa prosessissa velkojaluokkien muodostuminen perustuu pitkälti Scheme-menettelyn velkojaluokkien määrittämiseen ja päätöksenteko velkaluokkien sisällä vastaavasti noudattaa Scheme-menettelyn prosessuaalista mekanisme, vaikka järjestely toteutettaisiin esimerkiksi administration-

¹⁴³ Jennifer Payne, 2014, s. 73.

¹⁴⁴ Idem, s. 73-74.

maksukyvyyttömyysmenettelyn yhteydessä. Administration-menettelyssä yhtiön edustajana on menettelyn selvitysmies ja varsinaisessa konkurssimenettelyssä (liquidation) konkurssipesän asiamies. Englannin oikeudessa ei ole esimerkiksi Suomen yrityssaneeraukseen rinnastettavaa menettelyä, jossa saneerausohjelma käsitellään lakiin perustuen lain mukaisesti määritetyissä eri velkojaryhmissä. Maksukyvyyttömyysmenettelyinä ovat suppeammin säännelty administration-menettely tai konkurssimenettely sekä edelleen akordityyppinen company voluntary arrangement -menettely. Myös administration-menettelyssä selvitysmies järjestää velkojien kokouksia, mutta velkojienkokousten funktio on tällöin paremminkin toimia neuvoa antavassa roolissa.¹⁴⁵

Payne kuvaa administration menettelyä seuraavasti:

*"Although administration was introduced to promote rescue, it is clear that this is only one of the possible outcomes for the company. For example, one possible, and not uncommon, outcome of administration for the company is for it to be wound up. Another very common outcome of administration is the restoration of the business to a position where it can either be sold as a going concern, or the assets can be sold more advantageously than in liquidation. One particular form of administration that has arisen recently is the pre-pack administration. In recent years this form of administration has become a key aspect of a number of large debt restructurings."*¹⁴⁶

Suomalaisesta saneerausmenettelystä poiketen administration-maksukyvyyttömyysmenettely tähtää siis ainoastaan yhtenä vaihtoehtona toiminnan jatkamiseen yhtiön nykyisen toiminnan lähtökohdista. Maksukyvyyttömyystilanteissa on myös tavanomaista yhdistää tarkoituksenmukaisella tavalla samaan prosessiin maksukyvyyttömyysoikeudellinen administration-menettely ja Scheme-menettely. Näin voidaan taloudellisesti arvioituna toteuttaa esimerkiksi niin kutsuttu cross-class cram down -menettely, jossa voidaan puuttua taloudellisen arvon menettäneiden velka- tai osakeryhmien oikeuksiin.

Mietittäessä suomalaista järjestelmää täydentävää ennakoivaa uudelleenjärjestelymenettelyä, on tärkeä analysoida nykyisen yrityssaneerausmenettelyn ja mahdollisen uuden, esimerkiksi yhtiöoikeuteen sijoittuvan, uudelleenjärjestelymenettelyn keskinäistä suhdetta. Englannin oikeuden tapaan tuntuisi perustellulta, että menettelyjä voitaisiin tarvittaessa käyttää yhtäaikaaisesti, ottaen kuitenkin erityisesti huomioon, että velkoja- ja osakkeenomistajaluokkien määritysmekanismit poikkeavat toisistaan yrityssaneerausmenettelyssä ja mahdollisessa yhtiöoikeudellisessa menettelyssä.

Mahdollinen malli säädösten synkronointiin maksukyvyyttömyys- ja täytäntöönpano-oikeuteen liittyen voisi olla säätää yhtiöoikeudellisen menettelyn olevan alisteinen mahdolliselle yrityssaneeraus-, konkurssi- tai erillistytäntöönpanomenettelyille. Samalla voitaisiin harkita arvioitavaksi Scheme -menettelyn velkojaluokkamäärittelyn mahdollisesti laajempaa soveltuvuutta myös yrityssaneerausmenettelyyn.

¹⁴⁵ VN velkakonversioselvitys, s. 78-80.

¹⁴⁶ Jennifer Payne, Debt restructuring in English law: lessons from the United States and the need for reform, *Law Quarterly Review*, 2014, Volume 130, s. 7.

Eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin sisältyvät Scheme-menettelyä koskevat säädökset ottavat prosessuaalisesti huomioon tyypilliseen manner-eurooppalaiseen yhtiölainsäädäntöön kuuluvat yritysjärjestelyitä (muun muassa sulautuminen, jakautuminen, toimipaikan siirto rajan yli) koskevat säädökset, joita noudatetaan säädöksen perusteella ensisijaisesti. Tämä menettely olisi luontevaa myös Suomen oikeuden osalta.

Lakimuutoksen yhteydessä tuleekin selventää mahdollisten uusien yhtiöoikeudellisten uudelleenjärjestelyä koskevien säädösten ja konkurssia, yrityssaneerausta ja erillistäytäntöönpanoa koskevien säädösten keskinäinen suhde, samoin menettelyn suhde yhtiöoikeudellisiin sulautumista, jakautumista sekä selvitystilamenettelyä koskeviin säädöksiin.

2. Keskeiset kokemukset Scheme of Arrangement –menettelystä vieraan pääoman järjestelyissä

2.1 Menettely yksittäisten samaehtoisten velkojen uudelleenjärjestelyissä

Keskeinen Scheme-menettelyn käyttöalue liittyy yksittäistä samaehtoista velkaa koskevaan uudelleenjärjestelyyn. Samaehtoinen pankkirahoitus tapahtuu käytännössä syndikoidun lainan muodossa. Syndikoidussa lainassa useampi lainantaja sopii samalla lainasopimuksella, toisin sanoen samaehtoisesti, lainan myöntämisestä lainantajalle tavanomaisesti siten, että yksi lainantajista toimii lainantajien edustajana eli ”agenttina”. Jo myönnettyihin lainoihin liittyvissä erilaisissa laina-ajan neuvottelutilanteissa yksittäinen rahoittaja tai isommassa järjestelyssä muutaman rahoittajan ryhmä saattaa vastustaa neuvoteltua järjestelyä lainan ehtojen muutoksista esimerkiksi lainan maksuajan pidentämiseksi ja näin vähintään viivästyttää lainojen järjestelyä. Scheme-menettelyn kautta määrävähemmistössä oleva rahoittaja(t) voidaan tuomioistuimen päätöksellä velvoittaa mukaan neuvoteltuun järjestelyyn.

Toisen keskeisen samaehtoisen lainamarkkinan, joukkovelkakirjalainojen eli ”bondien” kohdalla yksittäinen tai yksittäiset velkakirjanhaltijat voivat vastaavasti tulla Scheme –menettelyssä velvoitetuksi määräenemmistön hyväksymään järjestelyyn.

Mikäli suunniteltu järjestely koskee yhtiön useampia yksittäisiä velkoja, Scheme-menettely toteutetaan tarvittaessa luokittain ja tarvittava enemmistö on saatava kussakin luokassa. Luokkamäärityksestä on Englannin oikeudessa muodostunut kehittynyt ja ennakoitava mekanismi, jota kannattaa lähtökohtaisesti seurata uutta lainsäädäntöä harkittaessa. Tämä siitäkkin huolimatta, että yhtiöoikeuden uudelleenjärjestelyn luokkamäärittely ja yrityssaneerauslain mukainen luokkajako poikkeavat toisistaan.

Jälkimmäisen osalta on huomioitava, että menettely koskee lähtökohtaisesti kaikkia yhtiön velkojia, yhtiöoikeudellinen menettely puolestaan ainoastaan niitä velkojia, joiden oikeuksiin järjestelyllä on vaikutusta. Yhtiöoikeudellisessa prosessissa luokkamäärittely toimii edellä kuvatun mukaisesti erityisesti menettelyn väärinkäyttämistä estävänä mekanismina.

Velkoja-käsitettä ei ole Englannin Scheme-menettelyyn liittyen määritelty laissa, joten se on muotoutunut tuomioistuinkäytännön kautta. Tuomioistuimet ovat tulkinneet käsitettä laajasti. Lainsäädännön tunnustettuna tavoitteena on mahdollistaa yrityksen tervehtyttäminen, minkä perusteella vahvana linjauksena on ollut tulkita velkoja -käsitettä mahdollisimman laaja-alaisesti. Velalla ymmärretään lähtökohtaisesti mitä tahansa rahamääräistä velvoitetta yhtiötä vastaan, josta maksuperusteiden määräytymisen perusteella muodostuu yhtiön velka. Esimerkiksi yhtiön olemassa olevaan velvoitteeseen perustuva tulevaisuudessa määräytyvä maksuvelvoite tai ehdollinen velvoite yhtiötä vastaan, jonka toteutuminen riippuu tulevasta tapahtumasta, katsotaan velaksi Scheme-menettelyssä. Ajallisena edellytyksenä kuitenkin on, että Scheme-menettely ei voi kohdistua velkaan, jota ei vielä ole ollut olemassa kutsuttaessa koolle menettelyn edellyttämiä kokouksia. Edelleen lisäedellytyksenä on, että ainoastaan velat, joihin Scheme-menettely kohdistuu, tulevat menettelyyn sidotuksi, eivät esimerkiksi velat, jotka on jätetty menettelyn ulkopuolelle sen vuoksi, että niiden ehtoihin ei ole tehty muutoksia.¹⁴⁷

Ehdolliset velat saattavat myös aiheuttaa tulkinnallisia tilanteita, huolimatta siitä, että ne kuuluvat lähtökohtaisesti menettelyn piiriin. Oikeustapauksessa *Re T&N Ltd (No.2)* tuomioistuin päätyi ratkaisuun, jonka mukaisesti kohdeyhtiön asbestivastuihin perustuen velkoja-asema oli olemassa sekä niillä vahingonkäräjillä, joille oli ilmennyt haittavaikutuksia yhtiön käyttämästä asbestista jo ennen yhtiön purkamista, sekä myös niillä, joihin ei ollut kohdistunut mitään vaikutuksia tätä ennen. Työntekijän uutta työnantajayhtiötä, jonka toimiin ei liittynyt asbestivastuita, ei voitu kuitenkaan pitää velkoja-asemassa kohdeyhtiöön nähden.¹⁴⁸

Scheme-menettely voi kohdistua myös vakuudellisiin velkoihin tai velasta annettuihin vakuuksiin. Scheme-menettelyssä voidaan muuttaa tai poistaa sekä vakuudellisen velan että vakuuden ehtoja. Vakuuden katsotaan muodostavan Englannin oikeudessa kiinteän osan velkasuhdetta, millä perusteella vakuuden ehtoja voidaan muuttaa legitiimisti samoilla perusteilla kuin velan ehtoja. Vakuudelliseen velkoja-asemaan rinnasteinen toissijainen oikeus yhtiöltä olevaan saatavaan, niin kutsutuissa beneficial owner -tilanteissa, ei kuitenkaan ole katsottu muodostavan velkoja-asemaa Scheme-menettelyssä. Esimerkiksi tapauksessa *Re Lehman Brothers International (Europe)(in administration)* tuomioistuin katsoi, että ainoastaan velkojat, joilla on rahamääräinen saatava yhtiöltä voivat olla menettelyssä velkoja-asemassa. Jos velkoja-asema perustuu toissijaiseen sopimukseen kolmannen osapuolen kanssa, tällaisen saatavan velkojan on kohdistettava vaateensa saatavaa hallitsevalle kolmannelle osapuolelle.¹⁴⁹

Vakuudellisten velkojen sekä velkojen vakuuksien järjestely liittyisi Suomessa keskeisesti esineoikeuteen perustuvaan arviointiin panttioikeuden haltijan oikeuksista, erityisesti kysymykseen pantinsaajan mahdollisesta henkilökohtaisesta suorituksensaantioikeudesta. Suomen oikeudessa panttioikeuteen

¹⁴⁷ Jennifer Payne, 2014, s. 179-187.

¹⁴⁸ *T&N Ltd (No 2)*, Re [2005] EWHC 2870.

¹⁴⁹ *Lehman Brothers International (Europe)(in administration)* Re [2009] EWCA Civ 1161.

perustuva velvoite saattaa eräissä tilanteissa erääntyä ennen henkilökohtaisen maksuvelvollisuuden erääntymistä, vaikka asiasta ei olisikaan sovittu. Esimerkkinä tästä on MK 17:7§, joka koskee kiinteistön vakuusarvon heikkenemistä, kiinteistön arvon heikentyessä olennaisesti esimerkiksi tulipalon vuoksi.¹⁵⁰

2.2 Laajat velkojen uudelleenjärjestelyyn liittyvät menettelyt; erillisenä tai maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä

Velkojen uudelleenjärjestelyihin liittyvät menettelyt ovat tavanomaisimmin toteutettu lainsäädäntöteknisesti osana maksukyvyttömyysmenettelyä. Mekanismi toimii näin esimerkiksi Yhdysvalloissa ja myös Hollannin uusi lainsäädäntöehdotus on rakennettu tältä pohjalta. USA:n Bankruptcy Code:n 11 luku käsittelee saneerausmenettelyä. Siinä on tehty mahdolliseksi myös eriytetty, ainoastaan tiettyyn yhtiön velkaan kohdistettu menettely. Menettely on kuitenkin selkeästi maksukyvyttömyysmenettely, toisin kuin Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettely.

Tutkimuksessani arvioin, että poiketen tästä yleisemmästä sääntelymallista olisi mahdollista ja perusteltua harkita Englannin yhtiöoikeuteen (tai EMCA:aan) liittyvän Scheme of Arrangement -menettelyn omaksumista osaksi Suomen oikeutta, ottaen kuitenkin huomioon, että kysymyksessä on oikeusjärjestyksen systematiikan tasoinen oikeuden siirrännäinen. Uusi erillinen yhtiöoikeudellinen, sekä yhtiön osakkeisiin että velkoihin liittyvä menettely mahdollistaa laajemman käyttöalan ja tuo suojaa yrityksille sekä markkinoilla toimiville sijoittajille, tehostaen ja edistäen markkinoiden toimintaa. Scheme-menettely vaikuttaa sekä yrityksen omistajien arvoa edistävästi, että yrityksen rahoittajien saatavien arvoa turvaavasti. Menettelyn keskeisenä rationa on estää yhtiöön rajatusti liittyviä tahoja käyttämästä hyväkseen hold-out -positioitaan yhtiön ja saman rahoitusinstrumentin luokan haltijoiden edun vastaisesti.

Jaakko Husa on kuvannut osuvasti, että mikäli lainsäädännön siirrännäiset olisivat irrotettavissa ja uudelleenkiinnitettävissä eri oikeusjärjestyksiin ikään kuin ”Lego-palikat”, pelkkä teknisen tason tarkastelu oikeusvertailussa riittäisi. Viitaten hänen artikkelissaan esittämään esimerkkiin yksityisoikeus- ja julkisoikeusystematiikan siirtämisestä ranskalaisessa muodossaan englantilaiseen oikeuskulttuuriin, tämä esimerkki osoittaa, että oikeusystematiikan siirrännäisissä ei ole pelkistä ”Lego-palikoiden” siirtämisistä kysymys. Husa korostaa, että yhtenä keskeisimmistä erottavista tekijöistä common law:n ja romaanis-germaanisen oikeuden välillä on pidetty edellisestä puuttuvaa, mutta jälkimmäisessä esiintyvää syvällistä erottelua julkis- ja yksityisoikeuden välillä.

Aidosti perusteiltaan eroavien ratkaisumallien yhteensovittaminen asettaa suuria tiedollisia vaatimuksia siirrännäisillä operoimiselle, mikäli mahdollisia hylkimisreaktioita halutaan välttää tai edes rationaalisesti ennakoita. Mahdollista siirrännäistä harkittaessa onkin aiheeseen liittyvässä oikeusvertailussa tutkittava

¹⁵⁰ Jarno Tepora, Janne Kaisto, Esa Hakkola, *Esinevakuudet*, Lakimiesliiton Kustannus, 2009, s. 107-110.

oikeutta kokonaisuudessaan, mukaan lukien normiston lisäksi aiheeseen liittyvä oikeuskäytäntö ja kulttuuri.¹⁵¹

Tutkimukseni verrokkimallina on Hollannissa pitkään valmisteltu ja edelleen parlamentin käsittelyssä oleva maksukyvyttömyysoikeudellinen, saneerausmenettelyn yhteyteen liitetty ennakoiva uudelleenjärjestelymenettely. Suomen yrityssaneerausmenettelyn kehittäminen Hollannin mallin mukaiseen suuntaan olisi lähellä edellä kuvattua teknistä ”Lego-palikoiden” siirtelyä, mikä kuitenkin jo muuttaisi merkittävästi lainsäädäntöämme velkojen uudelleenjärjestelymahdollisuuksien osalta.

Tavoitteeni on kuitenkin, että tutkimukseni palvelisi tutkimuskysymysteni mukaisesti kattavasti ”systeemitason siirrännäiseen” liittyvää tarvetta selvittää laajemmin siirrännäiseen liittyvää oikeuskäytäntöä ja kulttuuria. Paras lopputulos Suomen oikeuden kannalta olisi mielestäni saavutettavissa omaksumalla, huolellisen lainvalmistelun kautta, rohkeasti myös oikeudelliseen systematiikkaamme vaikuttava systeemitason siirrännäinen, Englannin oikeuteen sekä eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin perustuva Scheme of Arrangement -menettely, osaksi yhtiöoikeuttamme, oletuksella, että menettelyn arvioidaan tuovan kustannuksia enemmän hyötyjä.

Oikeustaloustieteen näkökulmasta tehtävän polkuriippuvuusanalyysin näkökulmasta ”lisärasite”, joka aiheutuu laajemman järjestelymahdollisuuden mahdollistavan Scheme-menettelyn arvioimisesta, ei ole merkittävä; joudumme joka tapauksessa harkitsemaan Uudelleenjärjestelydirektiivin perusteella lainsäädäntömuutoksia ennakoivaan uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen.

Keskeisin arvioitava ero valittavien menettelyjen välillä liittyy toimivan tuomioistuinmenettelyn mallintamisessa uuteen menettelyyn, mikä joudutaan tekemään molempien vaihtoehtojen lähestymismallien osalta, toki laajempaan uuden yhtiöoikeudellisen menettelyn kohdalla.

2.3 Uudelleenjärjestelyn käytettävyys ulkomaisten yhtiöiden järjestelyihin sopimusperusteisen lainvalinnan kautta

Englannin lain ja tuomioistuinten merkittävä sopimusperusteinen käyttö valtaosassa kansainvälisiä rahoitus sopimuksia on mahdollistanut Scheme-menettelyjen käytön myös useiden (Englannin näkökulmasta) ulkomaisten yhtiöiden kohdalla. Latham & Watkins -asianajotoimisto on listannut yli 30 merkittävää Scheme -menettelyä, jotka ovat liittyneet ulkomaisia yhtiöitä koskeviin järjestelyihin.¹⁵² Pohjoismaista yritystä koskevana transaktioesimerkkinä voidaan Englannin oikeuden alaisista Scheme-menettelyistä mainita esimerkkinä tanskalainen kattotuoteyhtiö Icopal Group A/S. Vuonna 2013 yhtiö joutui neuvotteluihin rahoittajiensa kanssa, mutta sai mahdollisuuden Scheme -prosessin kautta jatkaa tiettyjen lainojensa maturiteettia huolimatta siitä, että osa syndikaattipankeista ei ollut antanut tähän

¹⁵¹ Jaakko Husa, Oikeudellisten siirrännäisten ongelmallisuus – esimerkkinä oikeussystematiikka ja hallintolainkäytön organisointi, Lakimies 3/1999, s. 376-397.

¹⁵² Latham & Watkins, UK Schemes of Arrangement Overview / Sanctioned Schemes of Foreign Companies.

suostumusta. Vuonna 2016 maailman johtava kattotuotevalmistaja GAF Inc teki yhtiöstä tarjouksen ja osti yhtiön noin yhden miljardin euron markkina-arvosta, mahdollistaen luonnollisesti myös velkojen takaisinmaksun. Näin kyettiin turvaamaan yhtiön going concern -arvo sekä velkojen saatavat, eikä yhtiö joutunut maksukyvttömyysmenettelyyn, missä velkojen saatavia joudutaan tavanomaisesti leikkaamaan.¹⁵³

Englannin oikeudessa riittävän oikeusliittymän edellytykseksi ulkomaiselle yhtiölle on katsottu lähtökohtaisesti riittävän sopimukseen perustuva lainvalinta sekä määräys soveltuvasta tuomiopaikasta. Tapauksessa *Re Primacon Holding GmbH* katsottiin esimerkiksi, että vaikeuksissa olevaa saksalaista yhtiötä koskeva Scheme-tuomio voitiin antaa, huolimatta siitä, että yrityksellä ei ollut toimipaikkaa tai EU:n neuvoston maksukyvttömyysmenettelyistä antamien asetusten mukaista pääintressien keskusta Englannissa eikä Englannissa olevia velkoja.¹⁵⁴ Perusteluissa viitattiin toisaalta siihen, että Scheme menettelyä ei lueta EY:n maksukyvttömyysasetuksen (1246/2000) piiriin sekä toisaalta siihen, että vaikka Scheme ei perusta sellaista ”tuomiota”, jolle voidaan antaa automaattinen oikeusvoima EY:n tuomioiden tunnustamisesta annetun asetuksen (44/2001) perusteella, tulevat ko. asetuksen 23 artiklan periaatteet tuomiopaikan valinnan vaikutuksesta sovellettaviksi. Edelleen perusteluissa todettiin Saksan tuomioistuimien katsovan kysymyksen velkojen oikeudesta ratkaistavan kansainvälisen yksityisoikeuden periaatteiden nojalla Englannin lain perusteella, minkä vuoksi on perusteltua olettaa saksalaisten tuomioistuimien antavan tuomioistuimen ratkaisulle oikeusvoiman.

Maksukyvttömyysmenettelyistä annettu EY asetus (1246/2000) sekä siihen liittyvä uudelleenlaadittu EU:n asetus (2015/848) sääntelevät niin kutsuttua primääri ja sekundaarimenettelyä maksukyvttömyysprosesseihin liittyen. Keskeisenä periaatteena on, että jos velallisen pääintressien keskus sijaitsee jäsenvaltion alueella, muun jäsenvaltion tuomioistuimet ovat toimivaltaisia aloittamaan maksukyvttömyysmenettelyn vain, jos velallisella on toimipaikka tämän jäsenvaltion alueella. Tällaisen menettelyn vaikutukset rajoittuvat viimeksi mainitussa jäsenvaltiossa sijaitsevaan velallisen omaisuuteen.¹⁵⁵ Maksukyvttömyysasetusten sekä Scheme-menettelyn keskinäisestä suhteesta on ollut merkittävää argumentaatiota viime vuosien oikeuskäytännössä.¹⁵⁶ Erityisesti kysymys on ollut voidaanko maksukyvttömyysasetusten estämättä ulkomainen, toisessa EU-valtiossa sijaitseva yhtiö purkaa Englannin tuomioistuimen päätöksellä, huolimatta siitä, että maksukyvttömyysasetusten täsmällinen noudattaminen, myös englantilaisia tuomioistuinta sitovana, näyttäisi tämän estävän. Oikeustapauksessa *Re Rodenstock GmbH* kuitenkin katsottiin, että näin voidaan toimia:

”Rodenstock GmbH is a company ‘liable to be wound up’ under the Insolvency Act, in accordance with the meaning which that phrase, purposively construed, has in section 895(2)(b) of the Companies Act 2006, and nothing in either the Judgments Regulation or Insolvency Regulation has

¹⁵³ Bloomberg, artikkeli, 10.9.2013, Investcorp’s Icopal gets U.K. Court backing to extend loans sekä GAF Inc., lehdistötiedote 4.4.2016.

¹⁵⁴ Primacon Holdings GmbH, Re [2011] EWHC 2013, (Ch).

¹⁵⁵ Neuvoston asetus (EY) N:o 1346/2000 ja Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Asetus (EU) 2015/848, 3 artiklat.

¹⁵⁶ Re Real Estate Development Co [1991] BCLC 210.

narrowed the scope of the meaning of that phrase or, therefore, the definition of ‘company’ which it provides.”¹⁵⁷

Maksukyvyyttömyysasetusten kannalta Scheme-menettelyä ei ole listattuna asetusten mukaisena menettelynä, joten tällä perusteella ei voida katsoa, että asetukset on ajateltu soveltuvan Scheme-menettelyihin. Ulkomaisen yhtiön purkamismahdollisuus Scheme-menettelyn lopputuloksena voi kuitenkin antaa perusteita myös vastakkaisille argumenteille. Harkittaessa Scheme-tyyppistä lainsäädäntöä osaksi Suomen yhtiöoikeutta on tärkeä varmistaa, että myöskään uutta suomalaista menettelyä ei listata maksukyvyyttömyysasetusten mukaiseksi menettelyksi.

Maksukyvyyttömyysasetusten ja Scheme-menettelyn keskinäisen suhteen laajempi analyysi liittyen mahdollisiin ulkomaisiin yhtiöitä koskeviin menettelyihin rajataan tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Mietittäessä mahdollista Suomen oikeuteen soveltuva menettelyä, voitaneen ulkomaisten yhtiöiden hakeutumista sopimusperusteisesti Suomen oikeuden piiriin pitää epätodennäköisenä. Vaikka näin tapahtuisi, Englannin oikeuskäytännöstä on saatavissa vertailtavaa oikeuskäytäntöä tuomioistuinratkaisujen tueksi tämän tyyppisissä tilanteissa. Mahdollisten haastavampien lainvalintaan perustuvien tulkintatilanteiden kannalta tuntuu myös perustellulta, että menettelyt, joihin liittyisi esimerkiksi pakottava velkakonversiomenettely rajautuvat yhtiöoikeudellisen menettelyn ulkopuolelle ilman prosessuaalisesti liitännäistä maksukyvyyttömysoikeudellista menettelyä.

3. Kokemukset Scheme of Arrangement -menettelystä osakkeisiin liittyvissä järjestelyissä

3.1 Julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakehankintoihin liittyvät tilanteet

Brittiläisessä käytännössä Scheme-menettelyä käytetään jopa pääasiallisena menettelynä Ison-Britannian julkisia ostotarjouksia koskevissa transaktioissa. Scheme-menettely on ostajalle ennustettavampi, yksinkertaisempi ja nopeammin toteutettava mekanismi kuin tarjouksen tekeminen pelkästään julkiseen ostotarjoukseen perustuvan sääntelyn kautta.

Esimerkki merkittävästä yhtiön osakkeita koskevasta järjestelystä on transaktio, jossa Royal Dutch Shell plc tarjoutui ostamaan, yhdistetyn käteis- ja osakevaihtotarjouksen kautta, julkisesti listatun BG Group

¹⁵⁷ Rodenstock GmbH, Re [2011] EWHC 1104 (Ch).

Plc:n osakkeet markkinoilta Scheme-menettelyn kautta. Järjestelyllä toteutettiin yli 50 miljardin Yhdysvaltain dollarin määräinen julkinen ostotarjous varsin nopeasti ja tehokkaasti. Järjestely julkistettiin 22.12.2015 ja menettely tuli kaikkia BG Group Plc:n aikaisempia osakkaita sitovaksi 15.2.2016, eli koko valtaisa prosessi pystyttiin viemään läpi 55 päivässä, vaikka ajanjakson sisään sijoittui vuodenvaihte.¹⁵⁸

Scheme -menettelyä käytetäänkin perinteisen tarjousmenettelyn ja sitä seuraavan lunastusmenettelyn sijaan Englannissa jopa pääasiallisena menettelynä toteutettaessa niin kutsuttuja takeover-transaktioita. Viimeisen kolmen vuoden aikana on Scheme-perusteista julkista ostotarjousta käytetty yli puolessa kaikista Takeover Panelin käsittelemistä menettelyistä.¹⁵⁹ Harkittaessa Scheme-tyyppistä lainsäädäntöä yhtiöoikeuden osaksi onkin tärkeä ymmärtää menettelyn soveltuvuus erityisesti myös takeover-tilanteisiin.¹⁶⁰

Edellä käsiteltäessä Scheme-menettelyn yleisiä edellytyksiä viitattiin vakiintuneeseen oikeuskäytännön näkemykseen, jonka mukaisesti Englannin oikeus suhtautuu pidättyvästi mahdollisuuteen päättää lopullisesti Scheme-menettelystä, jota yhtiö ei ole itse kannattanut. Yhtiön myötävaikutuksen edellyttäminen on keskeinen tekijä arvioitaessa Scheme-menettelyn toimivuutta liittyen julkisiin ostotarjousmenettelyihin.

Yhtiön osakkeisiin liittyviin Scheme-järjestelyihin voi muodostua useita luokkia. Myös velkojat voivat olla osallisina osakkeenomistajien oikeuksiin liittyvissä järjestelyissä perustuen velkaan mahdollisesti liittyviin optio-oikeuksiin. Keskeistä Scheme menettelyn hyväksymiselle on, että ehdotuksesta äänestetään luokittain ja tarvittava enemmistö on savutettava kussakin luokassa. Osakasoikeuksiin liittyvät järjestelyt edellyttävät huomioimaan kaikki tahot, joilla on yhtiön antamia osakkeisiin liittyviä oikeuksia, mukaan lukien optio-oikeuksien haltijat ja erityisten osakkeisiin oikeuttavien oikeuksien haltijat. Scheme-menettelyssä optioiden tai muiden osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoita on oikeuskäytännössä pidetty menettelyssä yhtiön velkojiin rinnasteisessa asemassa.¹⁶¹ Tämä perustuu siihen, että mikäli yhtiö ei täyttäisi sitoumukseen perustuvaa velvoitettaan, muodostuisi velvoitteesta korvausvastuu yhtiölle. Menettelyissä on myös otettava huomioon Takeover Coden säädökset, jotka edellyttävät tarjouksen sisältävän myös ehdotukset osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoille.¹⁶²

Suomessa ja muissa pohjoismaissa arvopaperimarkkinasääntelyn periaatteena on, että julkisen noteerauksen päättäminen edellyttää pörssin myötävaikutusta. Pörssin sääntöjen mukaisesti *"Pörssi voi pörssiyhtiön hakemuksesta päättää, että kaupankäynti pörssilistalle otetulla osakkeella lopetetaan, jos*

¹⁵⁸ Royal Dutch Shell plc aineistopankki 'RECOMMENDED CASH AND SHARE OFFER FOR BG GROUP PLC BY ROYAL DUTCH SHELL PLC', muun muassa Publication of circular and prospectus 22.12.2015 sekä Schemes of Arrangement becomes effective, 15.2.2016, <<https://www.shell.com/investors/financial-reporting/pre-combination-bg-group-publications/recommended-cash-and-share-offer-for-bg-group-plc-by-royal-dutch-shell-plc.html>>, versio 3.9.2018.

¹⁵⁹ Takeover Panel, Annual Reports 2017, 20, 2016, 21 ja 2015, 18, saatavilla:

<<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/statements/reports>>, versio 3.8.2018. Statistiikasta lisää Sofia Ojala, Pro Gradu 2018, s. 22-24.

¹⁶⁰ The Wall Street Journal / Business 15 February 2016 / Shell completes acquisition of BG Group <<http://www.wsj.com/articles/shell-completes-buy-of-bg-group-1455541779>>.

¹⁶¹ Re Compania de Electricidad de la Provincia de Buenos Aires Ltd [1980] Ch 146.

¹⁶² Jennifer Payne, 2014, s. 85-86 ja 119-120.

kaupankäynnin lopettamisesta ei aiheudu merkittävää haittaa sijoittajille tai rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle".¹⁶³ Pörssi voi myös asettaa ehtoja kaupankäynnin lopettamiselle. Merkittävien käytännön ero Scheme-menettelyyn perustuvalla ostotarjousmenettelylle ja normaalille tarjousmenettelylle on, että Scheme-menettelyn lopputuloksena ostaja saavuttaa täyden omistuksen yhtiössä. Tämä on merkityksellistä, mahdollistaen erityisesti yhtiön julkisen noteerauksen päättämisen heti menettelyn varmistumisen jälkeen. Mainitulla seikalla voi olla olennaista merkitystä tarjousmenettelyn rahoituksen kannalta ja joka tapauksessa Scheme-perusteinen mekanismi turvaa selvästi tavanomaista tarjousmenettelyä paremmin ostajan asemaa menettelyssä. Ostajan aseman huomioon ottaminen on myös nähtävä erityisesti talousvaikeuksissa olevien yhtiöiden ja näiden kaikkien osakkaiden kannalta merkityksellisenä. Mikäli kaupan toteuttamiseen ja yhtiön julkisen yhtiön asemaan liittyvien velvoitteiden jatkumiseen kuluu pitkä, ennalta vaikeasti arvioitava aika, pienenee potentiaalisten ostajien kiinnostus antaa kohteesta tarjous ja tämä heikentää yhtäläisesti kaikkien yhtiön osakkaiden asemaa.

Scheme-menettelyyn liittyvässä tarjousmenettelyssä on siihen mahdollisesti liittyvien rahoitusjärjestelyjen osalta otettava myös huomioon, vastaavasti kuin muissa yrityskauppatilanteissa, yhtiöoikeuden OYL 1:5 §:n ja 13:10 §:n perusteella määräytyvät "corporate benefit" ja "financial assistance" -rajoitteet, jotka rajoittavat muun muassa mahdollisuutta vakuuden antamiselle yrityskaupan rahoitukseen ostokohteesta sekä edellyttävät yhtiön rahoitukseen liittyvien sitoumusten olevan kohdeyhtiön edun mukaisia. Myös rahoittajan kannalta voi olla keskeistä, että järjestelyssä voidaan saavuttaa nopeasti koko ostettavan yhtiön omistus, jolloin rahoittajan ei tarvitse arvioida erikseen vähemmistöomistuksiin liittyviä epävarmuustekijöitä.

Mietittäessä Scheme-menettelyä osaksi Suomen oikeutta, onkin huomioitava erityisesti osakeyhtiölain omien osakkeiden hankintaan liittyvä OYL 13:10 rajoite, jonka mukaisesti yhtiö ei saa antaa rahallainaa, varoja tai vakuutta siihen tarkoitukseen, että ulkopuolinen voi hankkia yhtiön tai sen emoyhtiön osakkeita. Tämä ei lähtökohtaisesti estä kohdeyhtiön osakkeiden käyttämistä vakuutena, eikä oston jälkeisiä yhtiöoikeudellisia toimia, esimerkiksi kohdeyhtiön fuusioimista ostaja-yhtiön kanssa, mutta menettelyiden toteutukseen voi liittyä haasteita OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen ja vähemmistösuojan näkökulmasta.

Mikäli tarjoaja puolestaan haluaa päätyä muuhun kuin kohdeyhtiön 100-prosenttiseen omistukseen, ei Scheme-menettely tule lähtökohtaisesti kysymykseen, elleivät muut omistajat ole tarjouksessa mukana, esimerkiksi ostoa varten tavanomaisesti perustettavan yhtiön osakkaina. Tämä aiheutuu siitä, että Scheme-menettely sitoo kaikkia, myös järjestelyä vastaan äänestäneitä osakkaita tai osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoita suoraan lakiin (ja tuomioistuimen päätökseen) perustuen.

Prosessuaalisesti menettelyissä tulevat noudatettaviksi sekä julkista ostotarjousta koskevat lain edellytykset, että Scheme-menettelyä koskevat erilliset vaatimukset. Tämä on tärkeää huomioida erityisesti tilanteissa, joissa yhtiö on saamassa tai saanut kilpailevan ostotarjouksen osakkeistaan. Myös molemmat, tai useiden tarjousten kohdalla jopa kaikki tarjoukset voivat olla Scheme-menettelyyn

¹⁶³ Nasdaq Helsinki Oy Pörssin säännöt 1.3.2016, 2.2.9.1.

perustuvia. Mainituissa tilanteissa tuomioistuimen tulee huomioida molempiin menettelyihin liittyvät prosessuaaliset edellytykset, muun muassa tuomioistuinkäsittelyn aikataulut ja tarjousten määräajat. Englannin oikeudessa tuomioistuinkäsittely liittyy tavallisesti ainoastaan Scheme-menettelyyn, julkisia ostotarjouksia käsittelee Takeover Code:n mukaisesti Takeover Panel. Tämän johdosta Scheme-menettelyssä tulevat sekä Takeover Panelin että tuomioistuimen käsittelyt yhteen sovitettaviksi. Takeover Code sisältää asiaa koskevat menettelysäännökset ja Takeover Panel toimii menettelyissä käytännön koordinaattorina.

Normaalin julkisen ostotarjousmenettelyn ja Scheme-menettelyyn perustuvan ostotarjouksen kohdeyhtiön vähemmistöosakkeiden suoja poikkeavat toisistaan. Vähemmistösuoja on pienempi Scheme-menettelyssä. Normaaliin julkiseen ostotarjoukseen perustuvassa menettelyssä Suomessa jopa kymmenen prosentin vähemmistö voi estää jäljellä olevia osakkeita koskevan lunastusmenettelyn, kun vastaava prosenttiraja Scheme-menettelyssä on Ison-Britannian Companies Act:n perusteella lähtökohtaisesti 25 prosenttia. Ero vähemmistösuojassa on kuitenkin perusteltu, sillä Scheme-menettelyssä ei voida toteuttaa oikeuskäytännössä kehittyneiden oikeusperiaatteiden vuoksi yhtiölle vihamielisiä ostotarjouksia ja Scheme-menettelyyn liittyy edelleen tuomioistuinkäsittely, jossa kullakin osakeoikeuksien haltijalla on oikeus tulla kuulluksi.

Ostajan kannalta edullinen vähemmistösuojamekanismi sekä mahdollisuus saavuttaa suoraan yhtiön koko osakekannan omistus helpottavat järjestelyjen toteuttamista Scheme-menettelyissä tuoden nopeutta ja ennustettavuutta järjestelyihin. Tällä perusteella Scheme-menettelystä on tullut merkittävästi käytetty vaihtoehto normaalille julkiselle ostotarjousmenettelylle myös suuremmissa julkisissa ostotarjousmenettelyissä. Huomioiden menettelyyn liittyvän oikeussuojamekanismin, erityisesti perustuen menettelyn luokkajakoa edellyttävään mekanismiin, myös osapuolten oikeussuojan voi argumentoida olevan turvattu.

Pohjoismaisen osakemarkkinan merkittävin kasvu 2000-luvulla on tapahtunut säännellyn markkinan ulkopuolisten listausten, erityisesti Nasdaq OMX First North -listan kautta. Suomalaisessa ja laajemminkin pohjoismaisessa järjestelmässä vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet määräytyvät pitkälle osakeyhtiölain kautta, mikä koskee myös vaihtoehtoisilla markkinoilla listattuja yhtiöitä. Huolimatta siitä, että julkinen ostotarjousmenettely on arvopaperimarkkinalaissa suppeammin säännelty muita kuin pörssiyrityksiä koskien, vähemmistösuojan samankaltaisuus osakeyhtiölain kautta merkitsee, että Scheme-tyyppinen menettely olisi varsin hyödyllinen myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä listatuille yrityksille.

Scheme-menettelyssä lain edellyttämä määräenemmistö (75 prosenttia Iso-Britanniassa ja kaksi kolmasosaa EMCA:n mukaisesti) riittää hyväksymään menettelyn, kun tuomioistuin on sen edelleen vahvistanut. Suomen osakeyhtiölain mukainen lunastusmenettely voi puolestaan OYL 18:1§:n mukaan alkaa vasta, kun osakkeenomistajalla on enemmän kuin 90 prosenttia yhtiön osakkeista ja äänimäärästä. Osakeyhtiölain mukaisessa lunastuksessa enemmistöosakkeenomistajalla on oikeus lunastaa vähemmistöosakkaiden osakkeet, mutta myös vähemmistöosakkaalla on oikeus vaatia enemmistöosakasta lunastamaan osakkeensa. Osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain mukaiset

menettelyt ovat toisistaan riippumattomia, eli molempia on noudatettava omien säännöstensä mukaisesti.

3.2 Sulautumis- ja jakautumismenettelyjen toteutus uudelleenjärjestelyn kautta

Takeover-menettelyjen ohella toinen osakkeenomistajan oikeuksiin liittyvä keskeinen Scheme-menettelyn käyttöalue liittyy yhtiörakenteiden järjestämiseen menettelyn kautta. Ison-Britannian Companies Act ei sisällä manner-eurooppalaisten yhtiöoikeuksien mukaista suoraa yhtiöoikeudellista menettelyä sulautumisille ja jakautumisille, lukuun ottamatta rajan yli tapahtuvia järjestelyjä, mutta vastaavat menettelyt voidaan siellä toteuttaa Scheme-menettelyn kautta. Payne on kuvannut, että menettelyä voidaan käyttää myös luomalla yhtiölle uusi emoyhtiö, eli käyttäen niin kutsuttua holdco-Schemea. Hän mainitsee kaksi keskeistä syytä holdco-Scheme -järjestelyille, ensiksi menettelyssä voidaan siirtää konserni uuden emoyhtiön kautta toiseen maahan ja toiseksi menettelyn kautta voi syntyä voitonjakokelpoisia varoja jaettavaksi osakkaille fuusiovoiton kautta.¹⁶⁴

Jakautumisten toteuttaminen Scheme-menettelyn kautta on myös yleistä ja menettelyt voidaan toteuttaa monella tavalla. Jakautuminen voi myös liittyä maksukyvyttömyysoikeuteen liittyvään uudelleenjärjestelyyn. Näihin Insolvency Act 110 pykälän mukaisiin menettelyihin liittyy myös oikeus kieltäytyä vastaanottamasta menettelyssä tarjottua osuutta ja erityinen oikeus vastustaa menettelyä siihen liittyvän kuulutuksen yhteydessä.

Scheme-menettelyihin liittyviin järjestelyihin voi liittyä laajoja tuomioistuimen liitännäisiä määräyksiä erityisesti uudelleenjärjestelyihin ja yhteenliittymiin liittyen. Liitännäisjärjestelyoikeudet on määritelty laissa, ja voivat koskea esimerkiksi liiketoiminnan tai vastuiden ja velvoitteiden siirtämistä toiselle yhtiölle, sekä varallisuuserien, mukaan luettuna osake- tai velka-arvopaperien, omistuksen allokointia toiseen yhtiöön tai yhtiön lopettamista ilman erillistä selvitysmenettelyä.

Jaksossa V.5. tarkastelen mahdollista Suomen oikeuteen soveltuvaa mallia uudelleenjärjestelymenettelylle ja arvioin tarkemmin menettelyihin liittyviä liitännäismääräyksiä sekä niiden laajuutta, erityisesti niiden mahdollisesti pienempää tarvetta. Tämä perustuu siihen, että yhtiöoikeutemme sääntelee jo erikseen sekä sulautumis- että jakautumismenettelyjä. Scheme-säännösten rajatumpi implementointi voisi myös helpottaa ratkaisemaan oikeussuojatarpeidemme kannalta keskeisimpiä kysymyksiä. Toisaalta tuomioistuimen laajemmat toimivaltuudet liitännäismääräysten antamiseen mahdollistavat esimerkiksi Englannin oikeudessa melko yleisesti käytetyn administration-menettelyn ja Scheme-menettelyn yhdistämisen esimerkiksi tilanteissa, joissa olisi tarve velkakonversioon.

¹⁶⁴ Jennifer Payne, 2014, s. 151-157.

3.3 Velkakonversio Scheme of Arrangement –menettelyn kautta maksukyvyttömyystilanteissa

Vuoden 2018 alussa julkistetussa valtioneuvoston toteuttamassa kansainvälisessä selvityksessä velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta ("VN:n Velkakonversioselvitys") selvitetään Velkakonversion osalta Scheme of Arrangement -menettelyä. Selvityksen alussa todetaan Velkakonversioon liittyen suoraviivaisesti, että

*"[o]n kuitenkin huomattava ettei UK:ssa voi ilman omistajan suostumusta tehdä velkoja-aloitteista Velkakonversiota, sillä Konversion toteuttaminen edellyttää aina velallisyhtiön tai sen omistajien myötävaikutusta, vaikka esimerkiksi SoA:n hyväksymisestä päättäminen kuuluu velkojen oikeuksiin. Velkojen osalta Konversio soveltuu lähtökohtaisesti kaikkiin velkoihin etuoikeutettuja velkoja lukuun ottamatta. UK:n oikeustila ei kuitenkaan ole yksiselitteinen sen osalta, suljetaanko takasijaiset velat automaattisesti pois Konversion piiristä."*¹⁶⁵

Kysymystä velkojen oikeuksista on kuitenkin selvennetty myöhemmin raportin osakeyhtiöoikeudellisia ja maksukyvyttömyysoikeudellisia edellytyksiä käsittelevässä jaksossa. Viittaus siihen, että Scheme-menettelystä päättäminen kuuluu velkojen oikeuksiin, edellyttää tarkennusta erityisesti kaikkien niiden Scheme-järjestelyjen osalta, joilla puututaan osakkeisiin liittyviin oikeuksiin.

Velkakonversion toteuttaminen yhtiöoikeudellisen instrumentin kautta tarkoittaa käytännössä konversion sisällyttämistä Scheme-menettelyyn. Tällöin Scheme-ehdotukseen sisällytetty konversio on ehdotuksen osana alisteinen niille määrääenemmistövaatimuksille, joita Scheme-esityksen hyväksyminen edellyttää. Esimerkiksi yhtiön itsensä ehdottaman konversion päätösten tekemiseksi vaaditaan kussakin luokassa sekä lukumääräinen enemmistö että 75 prosentin enemmistö äänioikeutettujen jäsenten kaikista äänistä. Velkakonversion maksukyvyttömyysoikeudellisten edellytysten osalta on huomioitava, että Scheme-menettelyä voidaan käyttää administration- ja liquidation -menettelyiden rinnalla, jolloin Companies Act:n säännökset Scheme-menettelyyn liittyvästä päätöksenteosta ovat lähtökohtaisesti relevantteja. Maksukyvyttömyysmenettelyyn liittyvässä Scheme-menettelyssä voidaan kuitenkin arvioida menettelyn edellyttämiä luokkia vahvistettaessa, että jonkin luokan päätöstä ei järjestelyssä tarvita, perustuen siihen, että osakkeenomistajat (tai muut etusija-asemaltaan alemman luokan edustajat) ovat menettäneet taloudellisen intressin yhtiössä. Näillä luokilla on kuitenkin oikeus osallistua menettelyyn ja esittää väitteitä siihen liittyvässä tuomioistuinmenettelyssä.

VN:n velkakonversioselvityksessä on edelleen kuvattu käytäntöä, joka liittyy tilanteisiin, joissa velkakonversion kaltainen menettely on katsottu olevan mahdollinen toteuttaa vastoin osakkeenomistajien enemmistön hyväksymistä. Menettely toteutetaan Scheme of Arrangement -menettelyssä, joka on yhdistetty administration-maksukyvyttömyysmenettelyyn:

¹⁶⁵ J. Tähtinen - R. Paldan - J. Dammert, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta, Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 6/2018, 88.

*"[n]eljäs tapa koskee SoA -menettelyä, jossa Konversio yleisimmin toteutetaan. SoA voi käsittää selvitysmiehen toteuttaman samanaikaisen velallisyhtiön osakkeiden tai omaisuuden siirron uuteen, rahoittajien omistamaan erillisyyhtiöön. Tässä menettelyssä jätetään huomioimatta sellaisten velkojen vaatimukset, joiden saatavilla ei ole taloudellista arvoa (ns. out of the money) ja sen hyväksyvät relevantit velkojat eli velkojat, joiden saatavia ei tarvitse leikata (ns. fully in the money). Lisäksi hyväksyntä tarvitaan myös velkojilta, joiden saatavia pitäisi osittain leikata (value breaks) ja joita usein nimitetään ns. käännekohtaluokaksi (fulcrum class). Velkojen enemmistön on edellä kuvatulla tavalla hyväksyttävä SoA ja tarvittavien hyväksyntöjen jälkeen se sitoo myös sitä vastustaneita velkojia. (Conversion of debt-to-equity via a scheme of arrangement)."*¹⁶⁶

Velkakonversion kohdalla Scheme-menettelyssä korostuu, että yhtiöoikeudellisessa menettelyssä ei voida sellaisenaan toteuttaa osakkaiden lain vaatiman enemmistön kannan vastaisesti velkakonversiota, mutta näin voidaan käytännössä menetellä asiaan liittyvän liitännäisen maksukyvyyttömyysmenettelyn yhteydessä toteutetussa Scheme-menettelyssä, silloin kun yhtiön oma pääoma on vailla siihen kohdistuvaa osuutta jäljellä olevista varoista:

*"[t]he view taken by the courts today is that the court does not have the power to sanction a scheme, where that scheme has not been approved by a class of the members or creditors. However it is possible for a company to decide who to bring into a scheme, and if a particular group's rights are not affected by a scheme then their approval of the scheme need not be sought. As a result, these restructuring arrangements have been implemented by way of a scheme twinned with a pre-pack administration, in order to effectively reach the same result as the cramdown of a whole class."*¹⁶⁷

Kuvattu menettely vastaa nykyistä ajattelua, joka noudattaa tapauksessa *Re Tea Corporation Ltd*¹⁶⁸ omaksuttua kantaa, jossa tuomioistuin hyväksyi osakkeenomistajaluokan vastustavasta kannasta huolimatta, suoraviivaisesti ilman liitännäistä maksukyvyyttömyysmenettelyä, yhtiön omaisuuden myymisen velkojen pääasiassa omistamalle yhtiölle, perustuen siihen, että yhtiö oli toivottoman velkaantunut, maksukyvytön ja yhtiön varat eivät riittäneet tuottamaan osuutta yhtiön osakkaille. Tämä merkitsi, että osakkailla ei ollut mitään taloudellista intressiä yhtiössä. Nykyisen käytännön mukaisesti maksukyvyyttömyys ja yhtiön omien varojen riittämättömyys tulee kuitenkin todentaa asiaan liitännäisessä maksukyvyyttömyysmenettelyssä, mikäli menettelyssä toimitaan asianomaisen (esimerkiksi osakkaiden) luokan kannan vastaisesti. Maksukyvyyttömyysmenettelyn yhteydessä voidaan liitännäisen Scheme-menettelyn edellyttämiä luokkia vahvistettaessa arvioida, että jonkin luokan päätöstä ei järjestelyssä tarvita, perustuen siihen, että esimerkiksi osakkeenomistajat ovat menettäneet taloudellisen intressin yhtiössä.

Oikeusjärjestelmän systematiikan kannalta, mietittäessä osakeyhtiölain kehittämistä lisäämällä lakiin Scheme-menettelyn kaltainen osake- ja / tai velkainstrumenttien uudelleenjärjestelymenettely, tuntuisi perustellulta, että menettely edellyttäisi lähtökohtaisesti, Englannin oikeuden käytäntöä vastaavasti,

¹⁶⁶ Idem, s. 91.

¹⁶⁷ Jennifer Payne, 2014, s. 241.

¹⁶⁸ Tea Corporation Ltd, Re [1904] 1 Ch 12.

kaikkien niiden osake- tai velkainstrumenttien haltijoista koostuvien luokkien hyväksyntää, joiden oikeuksiin järjestely vaikuttaa. Tästä erillisenä kysymyksenä tulee arvioida, miten mahdollisesti kehitetään maksukyvyttömysoikeuttamme, esimerkiksi liittyen Velkakonversioon.

Englannin oikeuden maksukyvyttömysoikeusmenettelyyn liittyvässä Scheme-menettelyssä huolelliseen arvonmääritykseen perustuen voidaan katsoa, että tietty luokka tai luokat ovat menettäneet yhtiön oman pääoman menetyksen kautta taloudellisen intressin yhtiössä, jolloin heidän kannanmuodostustaan ei liitännäisessä yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä edellytetä. Osakkaiden ja osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoiden (sekä mahdollisten alhaisemmalla etuoikeudella olevien luokkien saatavien haltijoiden) oikeusturvan kannalta on keskeistä, että tuomioistuin tekee mahdolliset päätökset siitä, ettei asianomaisella luokalla tai luokilla ole äänioikeutta menettelyssä maksukyvyttömysoikeudelliseen menettelyyn liittyvässä yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä. Tällöin menettely perustuu asianmukaiseen objektiiviseen arvonmääritykseen ja kullakin menettelyn kohteena olevalla on oikeus tulla kuulluksi ja esittää menettelyä koskevia väitteitä tuomioistuinkäsittelyssä.

3.4 Muita osakeoikeuksiin liittyviä käyttötilanteita

Edellä on kuvattu keskeisimpiä yhtiön osakkeisiin perustuviin oikeuksiin liittyviä Scheme-menettelyitä. Julkisiin ostotarjouksiin liittyvät menettelyt, fuusioihin ja diffuusioihin liittyvät menettelyt ja sekä velkakonversioon liittyvät menettelyt muodostavat Englannissa keskeisimmät käyttöalueet osakkeenomistajaoikeuksiin perustuvilla menettelyillä.

Osakkeenomistajan oikeuksiin liittyviä menettelyjä voidaan kuitenkin toteuttaa myös esimerkiksi liittyen eri osakesarjojen konsolidointiin samaksi sarjaksi tai vastaavasti jakamalla osakkeisiin liittyviä oikeuksia eri sarjoihin. Suomen oikeuden kannalta kysymys olisi tällöin osakeyhtiölain määrittämien erilajisten osakkeiden muuntamisesta samanlaisiksi tai samanlaisen osakkeen muuntamisesta erilajiseksi. Englannissa ei Scheme-menettelyä käytetä käytännössä osakelajien muuntotilanteissa, vaan menettelyt toteutetaan yhtiöjärjestyksen muutosmenettelyn kautta, mihin Englannissa on luotu erillinen yksinkertaistettu lakiperusteinen menettely. Sen mukaisesti hyväksyntä osakelajin muuntamiselle tulee saada 75 prosentin enemmistöltä kustakin luokasta. Scheme-menettely voi tulla kysymykseen kuitenkin esimerkiksi tilanteissa, joissa yhtiöllä on omistukseen liittyen selvittämättömiä osakkaita, jolloin merkitykselliseksi tulevat kokouksessa edustettuna olevat osakkeet.¹⁶⁹

Suomen oikeuden kannalta tämä erilajisten osakkeiden muuntomenettely vastaa jo nykyisellään pitkälti osakeyhtiölakimme mukaista menettelyä. Myös OYL edellyttää, että jos yhtiössä on erilajisia osakkeita, päätösten pätevyys edellytyksenä on lisäksi se, että päätöstä kannattaa määränemmistö kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista.

¹⁶⁹ Jennifer Payne, 2014, s. 173.

Scheme-menettelyä voitaisiin harkita käytettäväksi myös tiettyjen vähemmistöomistajien poistamiseksi yhtiöstä jonkin tyyppisen kompensatiojärjestelyn kautta. Tällöin tulee kuitenkin huomioida, että vaikka kyseessä on lähtökohtaisesti samaehtoisista osakkeista, osakkaiden erilainen kohtelu Scheme-järjestelyssä merkitsee, että osakkaiden tulevat oikeudet olisivat erilaiset. Tällöin Scheme-menettelyn toteutuminen edellyttää, että myös erikseen vahvistetun vähemmistöluokan riittävä määräenemmistö kannattaa esitettyä menettelyä. Tuomioistuinkäsittelyssä järjestelyn kohtuullisuus tulee myös muutoin objektiivisilla perusteilla arvioitavaksi.

4. Vuoden 2016 ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista; lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi

4.1 Direktiiviehdotus ja sen taustalla vaikuttaneet komission lähtökohdat

Komission Direktiiviehdotuksessa vuodelta 2016 kuvataan ehdotettujen maksukyvyttömyyssääntöjen kattavan monenlaisia toimenpiteitä. Niitä ovat (i) varhaisvaiheen toimenpiteet, ennen kuin yritys joutuu suuriin vaikeuksiin, (ii) oikea-aikainen uudelleenjärjestely sen varmistamiseksi, että elinkelpoiset liiketoiminnan osat säilytetään, (iii) omaisuuserien likvidaatio, kun yritystä ei muuten voida pelastaa, ja (iv) uuden mahdollisuuden antaminen rehellisiksi katsotuille yrittäjille vapauttamalla heidät veloistaan.¹⁷⁰

Komission Direktiiviehdotus korostaa, että hyvin toimivat maksukyvyttömyysmenettelyt, jotka kattavat kaikki nämä toimenpiteet, ovat olennainen osa hyvää liiketoimintaympäristöä. Ne tukevat kauppaa ja investointeja, auttavat luomaan ja säilyttämään työpaikkoja sekä auttavat talouksia selviytymään helpommin häiriöistä, jotka johtavat järjestämättömien lainojen suureen määrään ja työttömyyden kasvuun. Nämä kaikki ovat Euroopan komission keskeisiä painopisteitä.

Maksukyvyttömyyttä koskevilla kysymyksillä on vahva unionin laajuinen ulottuvuus. Sisämarkkinoiden yhdentymisen syveneminen ja digitaalisen toimintaympäristön kasvu tarkoittavat, että erittäin harvat yritykset ovat puhtaasti kansallisia, kun tarkastellaan esimerkiksi niiden asiakaspohjaa, toimitusketjua, toiminnan laajuutta sekä sijoittaja- ja pääomapohjaa. Maksukyvyttömyyttä koskevat kysymykset haittaavat rajat ylittävää laajentumista ja investointeja. Monien sijoittajien mukaan suurimpana syynä siihen, että he eivät tee sijoituksia tai solmi liikesuhteita oman maansa ulkopuolella, on epävarmuus maksukyvyttömyyssäännöistä tai riski toisessa maassa toteutettavista pitkistä ja monimutkaisista maksukyvyttömyysmenettelyistä. Komission näkemyksen mukaan maksukyvyttömyyslakien suurempi yhdenmukaisuus on sen vuoksi olennaista hyvin toimivien sisämarkkinoiden ja todellisen pääomamarkkinaunionin varmistamiseksi.

¹⁷⁰ Komission Direktiiviehdotus, perusteluosa.

Maksukyvyttömyys- ja uudelleenjärjestelymenettelyjen yhtenäistäminen parantaisi komission perustelujen mukaan rajat ylittävää toimintaa harjoittavien sijoittajien oikeusvarmuutta ja kannustaisi vaikeuksissa olevia, mutta elinkelpoisia yrityksiä toteuttamaan uudelleenjärjestelyt riittävän ajoissa. Tehottoman ja maittain vaihtelevan maksukyvyttömyyslainsäädännön vuoksi sijoittajien on vaikea arvioida luottoriskiä erityisesti rajat ylittävissä investoinneissa. Rajat ylittävän riskinjoon lisääminen, pääomamarkkinoiden lujittaminen ja niiden likviditeetin lisääminen sekä EU:n yritysten rahoituslähteiden monipuolistaminen syventäisivät taloudellista yhdentymistä, alentaisivat luotonhankinnan kustannuksia ja tehostaisivat EU:n kilpailukykyä.¹⁷¹

Direktiiviehdotuksen taustalla vaikuttivat myös keskeisesti EU:n kaksi tärkeää hanketta pääomamarkkinaunionin sekä toisaalta pankkiunionin edistämiseksi. Vuonna 2015 julkaistussa pääomamarkkinaunionia koskevassa toimintasuunnitelmassa viitattiin jo yritysten maksukyvyttömyyttä koskevaan lainsäädäntöaloitteeseen, joka sisältäisi varhaisen vaiheen uudelleenjärjestelyt ja uuden mahdollisuuden yritystoiminnan käynnistämiseen. Tämän aloitteen tarkoituksena oli käsitellä tärkeimpiä pääoman vapaan liikkuvuuden esteitä ja edistää niitä varten hyvin toimivia kansallisia järjestelmiä.¹⁷² Komission vuonna 2016 antamassa tiedonannossa ”Pääomamarkkinaunioni – Vauhtia uudistuksiin” korostettiin edelleen, että kansallisten maksukyvyttömyysjärjestelyjen tehottomuus ja järjestelyjen väliset erot luovat oikeudellista epävarmuutta sekä esteitä velkojien saatavien perinnälle ja elinkelpoisten yritysten tehokkaalle uudelleenjärjestelylle EU:ssa, myös kansallisten rajojen yli toimivien konsernien osalta.¹⁷³

Maaliskuussa 2018 EU komissio ehdotti pankkiunionin rakentamiseen liittyen kattavaa toimenpidepakettia, jossa puututtaisiin pankkien järjestämättömiin lainoihin eli ongelmalainoihin. Komission ehdottamilla toimilla toteutettaisiin EU:n neuvoston toimintasuunnitelmaa, jonka tavoitteena on vähentää ongelmalainojen määrää ja ehkäistä niiden kertymistä tulevaisuudessa. Toimintasuunnitelma perustuu EU:n, jäsenvaltioiden, valvontaviranomaisten ja luottolaitosten käynnissä oleviin toimenpiteisiin, joiden ansiosta ongelmalainojen määrät ovat viime vuosina vähentyneet kautta linjan pankeissa ja EU-maissa.

Pankkiunionin kannalta asian merkittävyys on keskeinen. Komission seurantaraportissa järjestämättömien lainojen vähentämisestä Euroopassa kuvataan järjestämättömien lainojen osuutta kaikista lainoista. Järjestämättömät lainat ovat viime vuosien aikana sinänsä supistuneet lähes kaikissa jäsenvaltioissa, mutta jäsenvaltioiden välillä on edelleen merkittäviä eroja. Monissa jäsenvaltioissa niiden osuus kaikista lainoista on edelleen suuri, vuoden 2017 toisen neljänneksen lopussa se oli yli 10 prosenttia yhdeksässä jäsenvaltiossa. Noin puolessa jäsenvaltioista järjestämättömien lainojen osuus on pieni, alle

¹⁷¹ Euroopan komission 22.11.2016 tekemä ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta yrittäjyydelle, sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyjä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta (KOM (2016) 723 lopullinen), esityksen perustelut sivu 2-3.

¹⁷² EU Komissio, Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, COM(2015) 468 final, s. 25.

¹⁷³ EU komissio tiedonanto, COM(2016) 601 final.

kolme prosenttia kymmenessä jäsenvaltiossa.¹⁷⁴ Kaikki Pohjoismaat ovat jälkimmäisten maiden joukossa. Tällä toimivien rahoitusmarkkina-ammattilaisten näkökulmasta järjestämättömien lainojen yli 10 prosentin osuudet tuntuvat varsin huolestuttavilta, nämä osuudet voivat vastata, tai jopa ylittää, koko rahoituslaitoksen vakavaraisuuslaskennan mukaisen pääoman määrän.

Komission lähtökohta vähentää järjestämättömien luottojen määrää on ymmärrettävä. Asiassa on myös huomattava, ettei kysymys siitä, tulkitaanko jokin luotto teknisesti tilastoinnissa järjestämättömäksi luotoksi, joka luottosopimusten ehtojen mukaisesti on erääntynyt maksettavaksi (sekä ollut maksamatta vaaditun karenssiajan), vai toimivaksi luottojärjestelyksi välttämättä merkitse taloudellisessa mielessä mitään muutosta velallisten tilanteessa. Tietyissä tapauksissa yksittäisten velallisten käytännön tilanne saattaa kuitenkin helpottua merkittävästi sen johdosta, että luottojen eräännyttämisoikeus saataisiin sovittua pois esimerkiksi velkojen määräenemmistöpäätösten kautta.

Pankkiunioniin liittyvässä tiedonannossaan EU komissio viittaa yhtenä keskeisenä toimenpidealueena direktiiviehdotukseen uudelleenjärjestelymenettelyistä. Ehdotetun direktiivin keskeisillä säännöksillä edistetään komission mukaan järjestämättömien lainojen vähentämistä ja ehkäistään niiden tulevaa kertymistä. *”Nämä säännökset koskevat muun muassa uudelleenjärjestelymenettelyjä, joita hyödyntämällä talousvaikeuksissa olevat elinkelpoiset yritykset voivat välttää maksukyvyttömyystilanteen, sekä toimenpiteitä, joilla lisätään uudelleenjärjestely- ja maksukyvyttömyysmenettelyjen vaikuttavuutta. Komissio kehottikin Euroopan parlamenttia ja neuvostoa käsittelemään nyt nopeasti tämän tärkeän ehdotuksen.”*

Komission Direktiiviehdotuksessa korostetaan esityksen taloudellista hyötyä ja sosiaalisia vaikutuksia:

”ehdotuksella pyritään ennen kaikkea edistämään yritystoiminnan pelastamiskulttuuria Euroopan unionissa. Liiketoiminnan uudelleenjärjestelyä ja osakkeenomistajien oikeuksia koskevat säännöt edistävät pääasiassa ennaltaehkäisyä, kun taas takaisinsoantikanteita, maksukyvyttömyysmenettelyn selvittäjiä ja lainkäyttö- tai hallintoviranomaisia koskevat säännöt edistävät varojen takaisinperintää ja uutta mahdollisuutta koskevat säännöt puolestaan veloista vapautumista. Taloudellisen hyödyn lisäksi ehdotuksella on myös myönteisiä sosiaalisia vaikutuksia. Siinä esitetään yhteiset tavoitteet joko periaatteiden tai tarvittaessa kohdennettujen yksityiskohtaisten sääntöjen muodossa. Samalla kun ehdotuksella pyritään saavuttamaan tarvittava puitteiden johdonmukaisuus eri puolilla EU:ta, se tarjoaa jäsenvaltioille joustoa niin, että ne voivat pyrkiä tavoitteisiin soveltamalla periaatteita ja kohdennettuja sääntöjä kansallisesti sopivimmalla tavalla. Tämä on erityisen tärkeää, koska eräissä jäsenvaltioissa on jo käytössä osia hyvin toimivista puitteista. Tavoitteena ei ole puuttua siihen, mikä toimii hyvin, vaan laatia yhteiset EU:n laajuiset puitteet, joilla varmistetaan tehokkaat uudelleenjärjestelyä ja uutta mahdollisuutta koskevat menettelyt sekä kansallisella että rajat ylittävällä tasolla.”¹⁷⁵

¹⁷⁴ EU komissio, tiedontanto, COM(2018) 37 final, Ensimmäinen seurantaraportti järjestämättömien lainojen vähentämisestä Euroopassa.

¹⁷⁵ Komission Direktiiviehdotus, s. 7.

Edelliseen perustuen Uudelleenjärjestelydirektiivin on kuvattu olevan lähtökohdaltaan minimi-harmonisaatioon perustuva. Minimiharmonisaatio-mekanismi on kuitenkin lainsäädäntöteknisesti haastava. Yksittäisten direktiivin määräysten soveltamisessa saattaa nousta kysymyksiä esimerkiksi siitä, kenen eduksi minimiharmonisaation korostus toimii.

Direktiiviehdotukseen on kohdistunut myös kritiikkiä, yksi keskeisimmistä on professori Horst Eidenmüllerin artikkeli *"Contracting for a European Insolvency Regime"*. Artikkelinsa perusteena hän vastustaa heikoille yhtiöille synnytettyä suojelua:

*"I demonstrate that the proposal is flawed because it creates a refuge for failing firms that should be liquidated, because it rules out going-concern sales for viable firms, and because it is, in essence, a twisted and truncated insolvency proceeding".*¹⁷⁶

Eidenmüller esitti kriittisessä artikkelissaan hyödyllisiä huomioitavia ajatuksia. Hän arvosteli erityisesti ehdotetun menettelyyn liittyvää mallia, jossa mahdollistettaisiin ainoastaan yrityksen omaisuuden osien myynti menettelyssä, verraten tätä USA:n Chapter 11 -menettelyyn, jossa keskeisenä osana menettelyjä on usein koko yhtiön tai sen liiketoiminnan myynti:

*"Sales under 11 U.S.C. § 363 occur in significant portion if not in the majority of bankruptcies of public companies: 'today we sell firms in bankruptcy to the highest bidder'."*¹⁷⁷

Eidenmüllerin kritiikki kohdistuu myös erityisesti saneerausmenettelyn lähtökohtiin. Komission Direktiiviehdotusta vastaan peilaten hän määrittää kolme keskeistä yleistä sääntelyn tavoitetta maksukyvyttömyysoikeudelle ja -menettelyille. Ensinnäkin rahoituksellisesti vaikeuksissa oleva yhtiö tulee järjestellä uudelleen ja pitää toiminnassa ainoastaan, jos yhtiö on taloudellisesti terve; toisin sanoen se ei ole sekä rahoituksellisissa että taloudellisissa vaikeuksissa. Toiseksi, mikäli yhtiö on lähtökohtaisesti taloudellisesti terve, joko kokonaan tai osin, terve toiminta tulee mahdollisuuksien mukaan säilyttää toimivana kokonaisuutena going concern -perusteisesti. Kolmanneksi eri maksukyvyttömyysmenettelyjen tulee huolehtia siitä, ettei menettelyssä mikään sidosryhmä tai osapuoli voi käyttää menettelyä saadakseen itselleen etua toisten kustannuksella.¹⁷⁸

Lopullisessa Uudelleenjärjestelydirektiivissä on huomioituna mahdollisuus kansallisen implementoinnin vaihtoehtona koko yrityksen liiketoiminnan myyntiin saneerauksen yhteydessä. Edellä kuvattujen yleisten maksukyvyttömyysmenettelyille asetettavien tavoitteiden huomioon ottaminen on mahdollista arvioida kunkin EU valtion implementoidessa Uudelleenjärjestelydirektiiviä. Tämän mukaisten keskeisten tavoitteiden kirjaaminen esimerkiksi Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivin perusteluissa selkeämmin menettelyjen yleisiksi tavoitteiksi olisi voinut myös olla tarkoituksenmukaista. Ainakin osa tavoitteista on laajasta perusteluosasta löydettävissä.

¹⁷⁶ Horst Eidenmüller, *European Business Law Review* (2017) 18, s. 273-304.

¹⁷⁷ Idem, s. 274.

¹⁷⁸ Idem, s. 284-288.

4.2 Direktiiviehdotus Euroopan parlamentissa

Direktiiviehdotuksen käsittely EU:n toimielimissä eteni normaalin kaksilinjaisen menettelyn mukaisesti sekä EU:n parlamentin käsittelyssä, että Euroopan unionin neuvoston käsittelyssä. Syyskuussa 2017 parlamentin oikeudellinen valiokunta julkaisi mietintöluonnoksen, johon sisältyi tarkistettu versio Direktiiviehdotuksesta.

Kesäkuussa 2017 Euroopan keskuspankki antoi rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta tärkeän lausunnon liittyen Direktiiviehdotuksen suhteeseen aikaisempiin direktiiveihin ja asetukseen liittyen johdannaisten ja rahoitusvälineiden nettoutukseen. EKP:n lausunnon mukaisesti Direktiiviehdotuksen lausuma, ”direktiivi ei vaikuta seuraaviin säädöksiin”, tulisi muuttaa normihierarkisesti selkeämpään muotoon, jonka mukaisesti todetaan Direktiiviehdotuksen 31 artiklassa määriteltyjen rahoitusvälineiden nettoutusta koskevien säädösten olevan ensisijaisia nyt säädettävään direktiiviin nähden.¹⁷⁹

EKP:n lausunto kiinnitti edelleen huomiota Direktiiviehdotukseen sisältyvään ”likelihood of insolvency” -testiin. Tältä osin lausunto tukee jaksossa I.2.10. esittämäni arviota testin sisällön epäselvästä kuvauksesta ja mahdollisesti, ainakin osittaisesta, tarpeettomuudesta. Lausunnon mukaan:

”The proposed directive requires Member States to ensure that debtors in financial difficulty have access to an effective preventive restructuring framework that enables them to restructure their debts or business and restore their viability where there is a ‘likelihood of insolvency’. This concept needs to be further elaborated in the proposed directive as it is crucial to the restructuring guidance should be provided to national legislators regarding the scope and content of the ‘likelihood of insolvency’ concept. As an alternative to including such guidance in the proposed directive, it could be provided via regulatory technical standards to be adopted by the Commission by means of delegated legislative powers.”

Lopullinen 2019 Uudelleenjärjestelymenetteldirektiivi on huomioinut EKP:n lausunnossa esitetyn normihierarkiakyömyksen, mutta ei suoranaisesti jälkimmäistä kommenttia maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä koskevan edellytyksen selventämisestä.¹⁸⁰ Tähän voidaan palata delegoidun sääntelyn ja kansallisen implementoinnin kautta.

¹⁷⁹European Central Bank, 7 June 2017, Opinion on a proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU (CON/2017/22).

¹⁸⁰ Lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi, ks. alaviite 182.

4.3 Lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi

Euroopan parlamentti käsitteli ja hyväksyi lopullisen direktiiviehdotuksen 28.3.2019.¹⁸¹ Lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi sisältää useita poikkeuksia alkuperäiseen Komission Direktiiviesitykseen. Käsittelen tässä niitä muutoksia, joilla on merkittävä vaikutus tutkimuksessa esiteltyyn ennakoivaan uudelleenjärjestelymenettelyyn. Muutokset ilmenevät seuraavissa kohdissa kursivoilla.

Perusteluosan 29 kohdassa vahvistetaan edelleen mahdollisuus direktiivin täytäntöönpanemiseen useammassa kuin yhdessä menettelyssä, korostaen, että velallisella pitäisi olla käytössään kaikki ennaltaehkäisevää uudelleenjärjestelyä koskevat oikeudet ja takeet, joista tässä direktiivissä säädetään tehokkaan uudelleenjärjestelyn saavuttamiseksi. Edelleen kohdassa korostetaan, lukuun ottamatta tilanteita, joissa on kyse direktiivissä säädetystä lainkäyttö- tai hallintoviranomaisten pakollisesta osallistumisesta, jäsenvaltioiden olisi voitava rajata tällaisten viranomaisten osallistuminen tilanteisiin, joissa se on tarpeen ja oikeasuhteista, ottaen muun muassa huomioon velallisten ja asianosaisten osapuolten oikeuksien ja etujen suojaamistavoite sekä menettelyjen viiveiden ja kustannusten vähentämistavoite.

Perusteluosan 52 kohdassa on muutettu velkojen etua koskevan testin periaatetta:

Velkojen etua koskevan testin läpäisemisen olisi katsottava tarkoittavan, että yksikään eri mieltä oleva velkoja ei joudu uudelleenjärjestelyohjelman seurauksena huonompaan asemaan kuin joko siinä tapauksessa, että yritys likvidoitaisiin osina tai myymällä se toimintaa jatkavana yrityksenä, ***tai seuraavaksi parhaassa vaihtoehtoisessa skenaariossa, jos uudelleenjärjestelyohjelmaa ei vahvistettaisi. Jäsenvaltioiden olisi voitava valita jompikumpi kyseisistä vertailukohdista, kun ne täytäntöönpanevat velkojen etua koskevan testin kansallisessa lainsäädännössä.*** Testiä olisi joka tapauksessa sovellettava silloin, kun ohjelma on vahvistettava, jotta se voi sitoa eri mieltä olevia velkoja tai, tapauksen mukaan, eri mieltä olevia ***velkojaryhmiä.*** ***Jos julkisilla institutionaalisilla velkojilla on kansallisen lainsäädännön mukaan etuoikeutettu asema, jäsenvaltiot voisivat säätää, että ohjelmassa ei voida määrätä näiden velkojen saatavien peruuttamisesta kokonaan tai osittain.***

Tämä muutos liittyy velkojen etua koskevaan testiin, jolloin sen vaikutus rajautuu yritysaneerauksen pakkovahvistamistilanteisiin. Vastaavia pakkovahvistamistilanteeseen rajautuvia ryhmäenemmistöjä koskevien periaatteiden muutoksia liittyy myös perusteluosan 53 ja 54 kohtiin.

Perusteluosan 55 kohdassa on myös pakkovahvistamistilanteisiin liittyen keskeinen periaatteellinen muutos, jossa lähtökohtaisesti viitataan menettelyssä sovellettavan niin kutsuttua relatiivisen

¹⁸¹ Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi (EU) 2019/1023, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2019, ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, veloista vapauttamisesta ja elinkeinotoiminnan harjoittamiskiellosta sekä toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi ja direktiivin (EU) 2017/1132 muuttamisesta (direktiivi uudelleenjärjestelystä ja maksukyvyttömyydestä).

etuoikeuden periaatetta. Se antaa kuitenkin edelleen jäsenvaltioille mahdollisuuden soveltaa myös niin kutsuttua ehdottoman etuoikeuden sääntöä:

Kun jäsenvaltiot käyttävät eri mieltä olevien velkojaryhmien uudelleenjärjestelyyn pakottamista, niiden olisi varmistettava, ettei ehdotettu ohjelma aiheuta kohtuutonta haittaa eri mieltä oleville asianosaisten velkojen ryhmille, ja jäsenvaltioiden olisi tarjottava näille eri mieltä oleville ryhmille riittävä suoja. Jäsenvaltioiden olisi voitava suojata eri mieltä olevaa asianosaisten velkojen ryhmää varmistamalla, että sitä kohdellaan vähintään yhtä suotuisasti kuin mitä tahansa muuta samassa etuoikeusasemassa olevaa ryhmää ja suotuisammin kuin etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmiä. Vaihtoehtoisesti jäsenvaltiot voisivat suojata eri mieltä olevaa velkojaryhmää varmistamalla, että tällaisen eri mieltä olevan velkojaryhmän saatavat maksetaan täysimääräisesti, jos etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmä saa suorituksia tai säilyttää etuja uudelleenjärjestelyohjelmassa, jäljempänä ”ehdotonta etuoikeutta koskeva sääntö”. Jäsenvaltioilla olisi oltava harkintavaltaa niiden pannessa täytäntöön täysimääräisen maksun käsittelyä, mukaan luettuina maksun ajankohta, kunhan saatavan pääoma ja vakuudellisten velkojen tapauksessa vakuuden arvo on suojattu. Jäsenvaltioiden olisi voitava päättää myös vastaavista tavoista, joilla alkuperäinen saatava voitaisiin suorittaa täysimääräisesti.

Perusteluosan uudessa 56 kohdassa viitataan erityisesti oman pääoman haltijoiden oikeuksiin ohjelmaa toteutettaessa:

Jäsenvaltioiden olisi voitava poiketa ehdotonta etuoikeutta koskevasta säännöstä esimerkiksi silloin, kun pidetään oikeudenmukaisena, että oman pääoman haltijat säilyttävät tiettyjä etuja ohjelmaa toteutettaessa, vaikka maksunsaantijärjestyksessä ylempänä oleva ryhmä joutuu hyväksymään saataviensa leikkaamisen, tai että yksittäisten täytäntöönpanotoimien keskeyttämisestä koskevan säännöksen soveltamisalaan kuuluville olennaisten tavaroiden tai palvelujen toimittajille maksetaan ennen maksunsaantijärjestyksessä niitä edellä olevia velkojaryhmiä. Jäsenvaltioiden olisi voitava valita, kumman edellä mainituista suoja mekanismeista ne ottavat käyttöön.

Perusteluosan 57 kohta on edelleen tärkeä liittyen jäsenvaltioiden etuoikeusmekanismin valintaan. Siinä erityisesti lisätty periaate, että jäsenvaltioilta ei tule edellyttää ehdotonta etuoikeutta koskevan säännön soveltamista velkojen ja oman pääoman haltijoiden välisessä suhteessa, mikäli jäsenvaltio jättää oman pääoman haltijat ilman äänioikeutta, on tärkeää ottaa huomioon direktiivin implementoinnissa:

Samalla kun olisi suojattava osakkeenomistajien ja muiden oman pääoman haltijoiden oikeutettuja etuja, jäsenvaltioiden olisi varmistettava, etteivät ne voi kohtuuttomasti ***estää*** sellaisen uudelleenjärjestelyohjelman hyväksymistä, jonka avulla voitaisiin palauttaa velallisen elinkelpoisuus. ***Jäsenvaltioiden olisi voitava käyttää eri keinoja kyseisen tavoitteen saavuttamiseksi, esimerkiksi evätä oman pääoman haltijoilta oikeuden äänestää uudelleenjärjestelyohjelmasta ja päättää, ettei*** uudelleenjärjestelyohjelman hyväksyminen riipu sellaisten oman pääoman haltijoiden hyväksynnästä, jotka yrityksen arvonnäilyksen perusteella eivät saisi mitään maksuja tai muuta korvausta, jos sovellettaisiin likvidaatioon liittyvää tavanomaista maksunsaantijärjestystä. Jos oman pääoman

haltijoilla on oikeus äänestää uudelleenjärjestelyohjelmasta, lainkäyttö- tai hallintoviranomaisen olisi kuitenkin voitava vahvistaa ohjelma soveltamalla eri mieltä olevien velkojaryhmien uudelleenjärjestelyyn pakottamisen sääntöjä siitä huolimatta, että yksi tai useampi oman pääoman haltijoiden ryhmä ei hyväksy sitä. **Jäsenvaltioilta, jotka jättävät oman pääoman haltijat ilman äänioikeutta, ei olisi edellytettävä ehdotonta etuoikeutta koskevan säännön soveltamista velkojien ja oman pääoman haltijoiden välisessä suhteessa. ...**

Perustelujen 58 kohtaan on myös lisätty maininta liittyen siihen, että eri mieltä olevien velkojaryhmien uudelleenjärjestelymenettelyyn pakottamisen olisi oltava vapaaehtoista niille velallisille, jotka ovat mikro- ja pk-yrityksiä.

Perusteluosan 94 kohdassa on vahvistettu rahoituksen nettoutukseen liittyviä periaatteita:

Rahoitusmarkkinoiden vakaus riippuu suurelta osin rahoitusvakuusjärjestelyistä, erityisesti silloin kun vakuusjärjestelyjä tarjotaan yksilöityjen järjestelmien omistusosuuden tai keskuspankin liiketoimien yhteydessä ja kun marginaaleja tarjotaan keskusvastapuolille. Koska vakuudeksi annettujen rahoitusinstrumenttien arvo voi olla hyvin epävakaa, on olennaisen tärkeää realisoida niiden arvo ennen kuin se laskee. Sen vuoksi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 98/26/EY ja 2002/47/EY ja asetuksen (EU)N:o 648/2012 säännöksiä olisi sovellettava riippumatta siitä, mitä **tässä direktiivissä säädetään. Jäsenvaltioiden olisi voitava jättää nettoutusjärjestelyt, myös sulkeutuva nettoutus, yksittäisten täytäntöönpanotoimien keskeyttämisen vaikutuspiirin ulkopuolelle silloinkin, kun ne eivät kuulu direktiivien 98/26/EY ja 2002/47/EY ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 soveltamisalaan, jos nämä järjestelyt ovat täytäntöönpanokelpoisia asianomaisen jäsenvaltion lainsäädännön mukaisesti myös silloin, kun maksukyvyttömyysmenettely aloitetaan. ...**

Perusteluosan 96 kohtaan on lisätty periaatteita liittyen maksukyvyttömyysoikeuden ja yhtiöoikeuden yhteensovittamiseen, erityisesti liittyen yhtiöoikeusdirektiiviin ja sen implementointiin jäsenmaissa. Tällä on sinänsä selvennetty suhdetta yhtiöoikeusdirektiiviin todeten, että direktiiviä olisi sen vuoksi myös muutettava vastaavasti. Kunnes mainitut muutokset on tehty, on näiden direktiivien välillä kuitenkin siis olemassa päällekkäisiä edellytyksiä:

Yhtiöoikeuden ei olisi vaarannettava uudelleenjärjestelyohjelman hyväksymis- ja toteuttamisprosessien tehokkuutta. Sen vuoksi jäsenvaltioiden olisi voitava poiketa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä **(EU) 2017/1132** vahvistetuista vaatimuksista, jotka koskevat velvollisuutta kutsua koolle yhtiökokous ja tarjota osakkeita etuoikeuksin osakkeenomistajille, siltä osin ja niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että osakkeenomistajat eivät estä uudelleenjärjestelyä käyttämällä väärin kyseiseen direktiiviin perustuvia oikeuksiaan. **Jäsenvaltioiden saattaa esimerkiksi olla tarpeen poiketa velvollisuudesta kutsua koolle osakkeenomistajien yhtiökokous tai normaaleista määräaajoista silloin, kun johdon on toteutettava pikaisia toimia yrityksen omaisuuden turvaamiseksi esimerkiksi pyytämällä yksittäisten täytäntöönpanotoimien keskeyttämistä ja kun yritys menettää äkillisesti huomattavan osan merkitystä osakepääomastaan ja maksukyvyttömyys on todennäköinen. Yhtiöoikeudesta saattaa olla välttämätöntä poiketa myös silloin, jos uudelleenjärjestelyohjelmassa määrätään sellaisten uusien osakkeiden liikkeeseen**

laskusta, joita voitaisiin tarjota etuoikeutetusti velkojille muuntamalla velkaa osakkeiksi, tai merkityn osakepääoman alentamisesta siinä tapauksessa, että liiketoiminnan osia luovutetaan. Tällaisia poikkeuksia olisi rajoitettava ajallisesti siltä osin kuin jäsenvaltiot pitävät tällaista poikkeusta välttämättömänä ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteiden käyttöön ottamiseksi. Jäsenvaltioita ei kuitenkaan olisi velvoitettava poikkeamaan yhtiöoikeudesta kokonaan ***tai osittain määräämättömäksi*** tai määrätyksi ajaksi, jos ne varmistavat, että niiden yhtiöoikeuden vaatimukset eivät vaaranna uudelleenjärjestelyprosessin tehokkuutta, tai jos jäsenvaltioilla on muita yhtä tehokkaita välineitä sen varmistamiseksi, että osakkeenomistajat eivät kohtuuttomalla tavalla estä sellaisen uudelleenjärjestelyohjelman hyväksymistä tai toteuttamista, jonka avulla yrityksen elinkelpoisuus voitaisiin palauttaa. Tässä yhteydessä jäsenvaltioiden olisi kiinnitettävä erityistä huomiota niiden säännösten tehokkuuteen, jotka koskevat yksittäisten täytäntöönpanotoimien keskeyttämistä ja uudelleenjärjestelyohjelman vahvistamista, sillä vaatimus osakkeenomistajien yhtiökokouksen koolle kutsumisesta tai yhtiökokouksen päätökset eivät saisi heikentää niitä ***epäasianmukaisesti.*** ***Direktiivi (EU) 2017/1132 olisi sen vuoksi muutettava vastaavasti.*** ***Jäsenvaltioilla olisi oltava harkintavaltaa niiden arvioidessa, mitkä poikkeukset ovat tarpeen kansallisen yhtiöoikeuden yhteydessä, jotta tämä direktiivi voidaan panna tehokkaasti täytäntöön, ja niiden olisi myös voitava säätää vastaavista poikkeuksista direktiivin (EU) 2017/1132 soveltamiseen tämän direktiivin soveltamisalaan kuulumattomissa maksukyvyttömyysmenettelyissä, joissa voidaan toteuttaa uudelleenjärjestelytoimenpiteitä.***

Direktiivin 2 artiklassa on lisäys, joka on merkittävä muutos liittyen mahdollisuuteen säätää kansallisessa lainsäädännössä mahdollisuudesta yrityksen myyntiin toimintaa jatkavana kokonaisuutena. Viittaten professori Eidenmüllerin kritiikkiin direktiiviehdotuksesta, on tätä mahdollisuutta mielestäni pidettävä myönteisenä vaihtoehtona:

2 artikla
Määritelmät

1. Tässä direktiivissä tarkoitetaan

1) ”uudelleenjärjestelyllä” ***toimenpiteitä, joilla pyritään velallisen liiketoiminnan uudelleenjärjestelyyn ja joihin kuuluu*** velallisen varojen ja velkojen koostumuksen, ehtojen tai rakenteen tai velallisen pääomarakenteen minkä tahansa muun osan muuttaminen, ***kuten*** varojen tai yrityksen osien myynti ***ja, jos kansallisessa lainsäädännössä niin säädetään, yrityksen myynti toimintaa jatkavana yrityksenä sekä tarvittavat toiminnalliset muutokset, tai näiden yhdistelmä;***

Edelleen 2 artiklan 6 kohdassa säädetään perustelujen mukaisesta muutoksesta velkojen etua koskevaan testiin, jossa vertailuun on lisätty seuraavaksi paras vaihtoehtoinen skenaario. Tällä viitattaneen käytännössä siihen, että arviointi tehdään sekä likvidaatioon yrityksen yksittäiset osat myymällä, että sen myyntiin jatkavana yrityksenä:

6) ”velkojen etua koskevalla testillä” testiä, joka suoritetaan hyväksytysti, jos eri mieltä oleva velkoja ei joutuisi uudelleenjärjestelyohjelman seurauksena huonompaan asemaan kuin asemaan, jossa ***tällainen velkoja olisi siinä tapauksessa, että sovellettaisiin likvidaatioon***

liittyvää kansallisen lainsäädännön mukaista tavanomaista maksunsaantijärjestystä, joko niin, että yrityksen toiminta likvidoitaisiin osina tai myymällä se toimintaa jatkavana yrityksenä, **tai seuraavaksi parhaassa vaihtoehtoisessa skenaariossa, jos** uudelleenjärjestelyohjelmaa **ei vahvistettaisi;**

Artikla 11 sisältää edellä perustelujen osalta viitatus muutoksen soveltaa niin kutsuttua relatiivisen etuoikeuden periaatetta. Se antaa kuitenkin edelleen jäsenvaltioille mahdollisuuden soveltaa myös niin kutsuttua ehdottoman etuoikeuden sääntöä:

11 artikla

Eri mieltä olevien velkojaryhmien pakottaminen uudelleenjärjestelyyn

1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että lainkäyttö- tai hallintoviranomainen voi vahvistaa uudelleenjärjestelyohjelman, jota **asianosaiset osapuolet jokaisessa äänestysryhmässä** eivät ole hyväksyneet **9 artiklan 6 kohdassa tarkoitetulla tavalla**, joko velallisen ehdotuksesta tai velallisen hyväksynnällä, niin että ohjelma sitoo eri mieltä olevia **äänestysryhmiä**, edellyttäen että uudelleenjärjestelyohjelma täyttää **ainakin seuraavat** edellytykset:

a) se on **10 artiklan 2 ja 3 kohdan mukainen;**

b) sen on hyväksynyt

i) **asianosaisten osapuolten äänestysryhmien enemmistö edellyttäen, että** ainakin yksi näistä ryhmistä on vakuudellisten velkojien ryhmä tai maksunsaantijärjestyksessä tavallisten vakuudettomien velkojien edellä, tai jos tämä ei toteudu,

ii) **vähintään yksi asianosaisten osapuolten äänestysryhmistä, tai kansallisen lainsäädännön niin salliessa, sellaisten osapuolten äänestysryhmä, joihin ohjelma vaikuttaa kielteisesti,** ja joka on muu kuin oman pääoman **haltijoista** muodostuva ryhmä **tai** mikä tahansa muu ryhmä, joka **velallisen toimivan yrityksen** arvoon määrittämisen perusteella ei saisi mitään maksuja **tai säilyttäisi mitään etuja tai, jos kansallisessa lainsäädännössä niin säädetään, josta voitaisiin kohtuudella olettaa, ettei se saa mitään maksuja eikä säilytä mitään etuja,** jos sovellettaisiin likvidaatiomenettelyyn liittyvää tavanomaista maksunsaantijärjestystä **kansallisen lainsäädännön mukaisesti.**

c) **siinä varmistetaan, että eri mieltä olevien asianosaisten velkojien äänestysryhmiä kohdellaan vähintään yhtä suotuisasti kuin mitä tahansa muuta samassa etuoikeusasemassa olevaa ryhmää ja suotuisammin kuin etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmiä; ja**

d) **uudelleenjärjestelyohjelman mukaan mikään asianosaisten osapuolten ryhmä ei voi saada tai pitää itsellään saataviensa tai etujensa yhteenlaskettua määrää enempää.**

Ensimmäisestä alakohdasta poiketen jäsenvaltiot voivat rajata velallisen hyväksynnän saamista koskevan vaatimuksen niihin tapauksiin, joissa velalliset ovat mikro- ja pk -yrityksiä.

Jäsenvaltiot voivat nostaa ohjelman hyväksymistä varten ensimmäisen alakohdan b alakohdan ii alakohdassa säädettyä tarvittavaa asianosaisten osapuolten ryhmien vähimmäismäärää tai, kansallisen lainsäädännön niin salliessa, niiden osapuolten ryhmien vähimmäismäärää, joihin uudelleenjärjestelyohjelma vaikuttaa kielteisesti.

2. *Edellä 1 kohdan c alakohdasta poiketen jäsenvaltiot voivat säätää, että eri mieltä olevaan äänestysryhmään kuuluvien asianosaisten velkojien saatavat suoritetaan täysimääräisesti samalla tavalla tai vastaavilla tavoilla, jos etuoikeusasemaltaan heikomman ryhmän on tarkoitus saada maksuja tai säilyttää etuja uudelleenjärjestelyohjelmassa.*

Jäsenvaltiot voivat pitää voimassa tai ottaa käyttöön säännöksiä, jotka poikkeavat ensimmäisestä alakohdasta, jos ne ovat välttämättömiä uudelleenjärjestelyohjelman tavoitteiden saavuttamiseksi ja jos ohjelma ei aiheuta kohtuutonta haittaa minkään asianosaisen osapuolen oikeuksille tai eduille.

12 artikla viittaa edelliseen artiklaan liittyen oman pääoman haltijoiden kohteluun:

12 artikla

Oman pääoman haltijat

1. *Jos jäsenvaltiot jättävät oman pääoman haltijat 9–11 artiklan soveltamisalan ulkopuolelle, niiden on muilla keinoin varmistettava, että kyseiset oman pääoman haltijat eivät saa kohtuuttomalla tavalla estää tai haitata uudelleenjärjestelyohjelman hyväksymistä ja vahvistamista.*

2. *Jäsenvaltioiden on myös varmistettava, että oman pääoman haltijat eivät saa kohtuuttomalla tavalla estää tai haitata uudelleenjärjestelyohjelman toteuttamista.*

3. *Jäsenvaltiot voivat mukauttaa sitä, mitä tarkoitetaan tämän artiklan mukaisella kohtuuttomalla tavalla estämisellä tai haittaamisella, ottaen huomioon esimerkiksi sen, onko velallinen mikro- ja pk -yritys vai suuryritys, oman pääoman haltijoiden oikeuksiin vaikuttavat ehdotetut uudelleenjärjestelytoimenpiteet, oman pääoman haltijan tyyppin, sen, onko velallinen oikeushenkilö vai luonnollinen henkilö, tai sen, onko yhtiömiesten vastuu rajoitettu vai rajoittamaton.*

Direktiivin 25 artiklaan on lisätty jäsenvaltioille velvoite kouluttaa lainkäyttö- ja hallintoviranomaisten edustajat, jotka hoitavat uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevia menettelyjä sekä, että heillä on tarvittava asiantuntemus tehtäviensä hoitamiseen. Direktiivin implementointi edellyttää joka tapauksessa muutoksia useimpien jäsenmaiden, Suomi mukaan lukien, lainsäädäntöön, jolloin tämä koulutuksen ja asiantuntemuksen varmistamisen edellytys on perusteltu. Direktiivin 31 artiklaan on edelleen tehty asianmukainen muutos, jolla varmistetaan, että aikaisempia rahoitusvälineiden nettoutukseen liittyviä EY:n direktiivejä sekä EU:n asetusta sovelletaan tästä direktiivistä huolimatta.

Olen edellä esitellyt muutokset, joita on tehty lopulliseen Uudelleenjärjestelydirektiiviin ja joilla katson olevan merkittävää vaikutusta tutkimuksessani esitellyyn yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden. Tutkimukseni yhtiöoikeudellisen menettelyn kannalta on edelleen keskeistä huomioida Direktiivin perustelujen 16 kohtaan lisätty teksti, joka korostaa jäsenmaiden mahdollisuutta valita itse parhaaksi katsomansa menettely(t) direktiivin implementoimiseksi:

Tässä direktiivissä olisi sallittava jäsenvaltioiden soveltaa joustavasti yhteisiä periaatteita kansallisten oikeusjärjestelmiensä mukaisesti. Jäsenvaltioiden olisi voitava pitää voimassa tai ottaa käyttöön muita kuin tässä direktiivissä säädettyjä ennaltaehkäisevien uudelleenjärjestelyjen puitteita kansallisissa oikeusjärjestelmissään.

5. Hollannissa vireillä oleva ”Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans” -lainsäädäntö

5.1 Hollannin lakihanke ja sen tausta-aineisto vertailuna yhtiöoikeudelliselle menettelylle

Hollannissa on oikeusministeriön johdolla tehty ennakoivaan uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvää valmistelutyötä uudeksi lainsäädännöksi jo vuodesta 2013 alkaen. Vuonna 2014 julkistettiin lausuntokierrokselle ensimmäinen versio silloiselta nimeltään ”Continuity of Enterprises Act II” -lainsäädännöstä. Keskeisenä tavoitteena lainsäädännölle on edistää uudelleenjärjestelyjä ja pystyä tarvittaessa velvoittamaan järjestelyä vastustavia velkojia tuomioistuinmenettelyn kautta järjestelyyn.¹⁸²

Pitkään valmisteltu lakiesitys annettiin lopullisena hallituksen esityksenä parlamentin käsittelyyn 8.7.2019.

Hollannin lakiesitys on kokonaisvaltainen, holistinen laki erilaisista menettelyistä uudelleenjärjestelyihin liittyen. Lakiehdotus on laadittu osaksi konkurssilakia. Lakiesitystä voitaneen osuvimmin kuvata eräänlaiseksi yhdistelmäksi Yhdysvaltojen konkurssilain 11 lukuun sisältyvää saneeraus- ja uudelleenjärjestelymenettelyä sekä Ison-Britannian oikeuden Schemes of Arrangement -menettelyä. Pitkään valmistelussa ollut hiottu esitys on asiantuntija-arvioiden mukaan odottanut lopullisen Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivin voimaan tulemistä.

Keskeisenä taustana lainsäädännölle ja sen referenssimaille vuoden 2017 perustelumuihosta viitataan hyödylliseen ja välttämättömään sääntelyyn uudelleenjärjestelyistä seuraavasti:

¹⁸² DeBrownBlackstoneWestbroek asianajotoimisto on julkaissut englanninkieliset käännökset (i) vuoden 2014 lakiehdotusluonnoksesta ja siihen liittyvästä perustelumuihosta, (ii) vuonna 2017 julkaistusta uudistetusta lakiehdotusluonnoksesta ja siihen liittyvästä perustelumuihosta, sekä (iii) lopullisesta 8.7.2019 parlamentille annetusta lakiesityksestä. Lakitekstilunnot sekä perustelumuihosta löytyvät toimiston dedikoidulta sivustolta: <<https://www.debrauw.com/publication/draft-bill-continuity-companies-act-ii-wcoi/>>, tätä varten versiot ladattuna 4.9.2019.

*"In practice, this means that, outside a suspension of payments or bankruptcy, there are few means by which creditors and shareholders can be compelled to cooperate with a restructuring plan, even if this is the only way to avoid bankruptcy and there is ample support for realising the restructuring plan and no creditor or shareholder would be brought in a materially adverse position as a result of the restructuring plan. If a restructuring plan is blocked, the other creditors and shareholders, who indeed wish to save the company, usually have no other option than to fully grant the creditors or shareholders that refuse to accept the restructuring plan their wishes. Often, this will mean that the refusing creditor is able to demand full payment of his claim or that the rights of the shareholder remain unaffected and that the creditors that do wish to accept the restructuring plan are forced to shoulder a disproportionate share of the costs of the restructuring. Partially for this reason, legal practitioners and commentators have suggested introducing a compulsory restructuring plan outside bankruptcy and suspension of payments. A similar scheme of arrangement already exists in the United States and the United Kingdom and various EU Member States have introduced comparable schemes. Some of these schemes were mentioned and discussed in outline in the explanatory notes to the earlier draft of this bill, which was discussed at the end of 2014. The European Commission has put the urgent need for effective restructuring measures at European level on the agenda, most recently by publishing a proposal for a new directive on preventive restructuring frameworks, second chance, and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU. These developments underline the usefulness and necessity of introducing provisions for a compulsory restructuring plan outside bankruptcy and suspension of payments."*¹⁸³

Hollannissa on nykyisellään kaksi lakisääteistä maksukyvyttömyysmenettelyä, jotka ovat perintäkielto ("Surseance van Betaling") sekä konkurssimenettely ("Faillissement"). Menettelyistä säädetään Hollannin konkurssilaissa ("Faillissementswet", 1.9.1986/140 muutoksineen). Näiden menettelyjen lisäksi velallisyhtiö voi perintäkieltomenettelyn tai konkurssimenettelyn aikana myös tarjota vakuudettomille ja viimesijaisille velkojilleen sovintoratkaisua (composition agreement). Hollannin maksukyvyttömyyskulttuurissa on perinteisesti nojattu enemmän likvidaatioon kuin uudelleenjärjestelyihin, mutta viime vuosina kehitys on kulkenut vähitellen kohti yritysten toiminnan jatkamisen tukemista.¹⁸⁴

Ehdotetun Hollannin lain vuoden 2017 perustelumuistion mukaisesti uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohtana on, että velallinen laatii ensin itse ehdotuksen uudelleenjärjestelysuunnitelmaksi velkojilleen ja osakkeenomistajilleen. Vain, jos tämän perusteella ei menettelyssä edistytä, voidaan käsitellä vaihtoehtoisia suunnitelmia. Suunnitelma voidaan vahvistaa tuomioistuimessa vasta kun tarvittavat vaiheet asianomaisten velkojen ja osakkaiden äänestysmenettelyjen kautta on toteutettu. Yhtiön työntekijöiden asemaan ei suunnitelmassa voida lähtökohtaisesti puuttua.

¹⁸³ Ibid, the 2017 Explanatory Memorandum, s. 2-3.

¹⁸⁴ VN:n velkakonversioselvitys, s. 117.

Hollannin uudelleenjärjestelymenettelyn ehdotuksen vuoden 2017 perustelumuistio kuvaa seuraavat edellytykset uudelleenjärjestelysuunnitelmalle:

"i) effecting the restructuring plan is necessary and adequate to avert an imminent bankruptcy of the company;

ii) there is at least one class of creditors or shareholders involved of which a large majority supports the restructuring plan, and

iii) the restructuring plan is reasonable, in the sense that the aggregate interests of the creditors and shareholders involved in the restructuring plan benefit, or are at the very least not prejudiced, if the restructuring plan is effected, which means in any case that:

(a) the creditors and shareholders may not end up in a materially worse position as a result of the restructuring plan than they would be in the event of bankruptcy, and

(b) the costs of the restructuring required by the restructuring plan, and the value to be realised with the restructuring plan (i.e. the "going concern" value of the company concerned) is fairly distributed among the various classes of creditors and shareholders."

Ensimmäisenä mainittuna edellytyksenä on, että suunnitelman toimeenpano on välttämätön ja tarkoituksenmukainen yhtiön uhkaavan konkurssin välttämiseksi. Hollannin edellä kuvatun edellytyksen osalta on huomattava, että edellytykset koskevat universaalisti kaiken tyyppisiä saneerausmenettelyjä, miltä kannalta mainittua edellytystä voidaan sinänsä pitää Komission Direktiiviehdotuksen sisältöä ennakoivana. Ennakoivien work out -tyyppisten menettelyjen osalta voidaan perustellusti kyseenalaistaa tämän tyyppisen maksukyvyttömyysedellytyksen tarpeellisuus. Mikäli "restructuring plan" viittaa myös ennakoiviin menettelyihin, joissa vain vahvistetaan tuomioistuimen ulkopuolinen work out -sopimus, on tätä edellytystä pidettävä liian rajallisena.

Toinen edellytys ilmentää menettelyn joustavuutta. Ainoastaan yhden mukana olevan velkoja- tai osakkeenomistajaluokan huomattavan enemmistön kannatus voi riittää ohjelman hyväksymiselle. Mainitun kysymyksen osalta on huomattava edelleen, että lakiehdotukseen sisältyy erityisiä edellytyksiä yli luokan kannan tapahtuvalle hyväksymiselle esimerkiksi Velkakonversioon liittyen.

Valtioneuvoston velkakonversioselvityksen vertailussa on kuvattu Hollannin ehdotettuun lainsäädäntöön liittyvää Velkakonversiota. Lakiehdotuksen nojalla voidaan velallisyhtiön velkojen oikeuksien tai oikeusaseman lisäksi puuttua myös osakkeenomistajien oikeuksiin (lakiehdotuksen 370(1) artikla). Tätä kautta erityisesti Velkakonversiomekanismi tulisi elimelliseksi osaksi vahvistettavaksi esitettävää saneerausohjelmaehdotusta. Velkakonversio voidaan toteuttaa usealla eri tavalla, mutta pääasiassa kyse on siitä, että osa velallisyhtiön velkojen saatavista konvertoidaan osakepääomaksi. Näin velkojille tarjotaan osakeomistusta ja mahdollisuutta käyttää määräysvaltaa velallisyhtiössä samalla, kun nykyisten osakkeenomistajien omistusosuus dilutoituu.

Osakeanti edellyttää Hollannin nykyisen Burgerlijk Wetboek ("BW") 2:96/206 artiklan nojalla yhtiökokouksen päätöstä. Lisäksi nykyisillä osakkeenomistajilla on tällä hetkellä BW 2:96a/206a artiklan

nojalla merkintäetuoikeus jokaisessa tavallisessa osakeannissa annettavien osakkeiden hankkimiseksi. Kyseiset säännöt eivät kuitenkaan päde rajavastuuyhtiöihin ("besloten vennootschap") lakiehdotuksen 370(3) ja 382(2) artikloiden nojalla.

Velallisyhtiö voi mallin mukaisesti ehdottaa saneerausohjelmaa joko kaikille velkojilleen ja osakkeenomistajilleen taikka ainoastaan tietyille velkojille ja osakkeenomistajille. Lakiehdotus mahdollistaa esimerkiksi sellaisen saneerausohjelman, jonka nojalla järjestellään ainoastaan rahoitusvelkojen velkoja, jolloin ohjelman ulkopuolelle jäävät muun muassa tavalliset osto-velat (Lakiehdotuksen 370(1) artikla). Tässä tapauksessa velallisyhtiö jättää saneerausohjelmaehdotuksen vain tietyille velkojen tai osakkeenomistajien ryhmille (lakiehdotuksen 378(1) artikla). Joka tapauksessa tuomioistuimien voi vahvistaa saneerausohjelman lakiehdotuksen nojalla ainoastaan, jos:

- i) Velallisyhtiö osoittaa riittävät perusteet tiettyjen velkojen tai osakkeenomistajien jättämiseksi saneerausohjelmaehdotuksen ulkopuolelle, jolloin he eivät myöskään joudu kantamaan saneerausmenettelyn kustannuksia, tai
- ii) Saneerausohjelmaehdotuksen ulkopuolelle jätettävien velkojen tai osakkeenomistajien kanssa maksunsaantijärjestykseltään samalla tai paremmalla sijalla olevat velkojen tai osakkeenomistajien luokat äänestävät saneerausohjelmaehdotuksen hyväksymisen puolesta niin, että päätös tiettyjen velkojen tai osakkeenomistajien sulkemiseksi ehdotuksen ulkopuolelle saa taakseen suuren enemmistön (Lakiehdotuksen 381(4d) artikla).¹⁸⁵

Hollannin suunniteltu menettely vastaa sekä Yhdysvaltojen Chapter 11 -perusteista workout -menettelyä, että Ison-Britannian Scheme-menettelyä. Näissä molemmissa riittää, että menettelyssä äänestävät vain ne luokat, joiden oikeuksia menettelyssä muutetaan. Hollannin menettely kuitenkin korostaa samalla tai paremmalla oikeudella olevien ryhmien kannan huomioimista, mikäli nämä ovat osallistuneet menettelyyn.

Uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvien osakkeenomistajien oikeuksia koskevien muutosten osalta on erityisesti huomattava, että hollantilaisessa mallissa näiden toteuttamisen edellytyksenä on menettelyn yleiseksi edellytykseksi kuvattu vaatimus suunnitelman toimeenpanon olemisesta välttämätön ja tarkoituksenmukainen yhtiön uhkaavan konkurssin välttämiseksi, lakitekstiluoennoksessa artikkelissa 370 ilmaistuna seuraavasti:

"A debtor who anticipates that he will be unable to continue paying his due and payable debts may offer creditors and shareholders, or a number of them, a restructuring plan that amends their rights."

Lain vuoden 2017 valmistelumuistiossa viitataan edelleen muun muassa siihen, että pakottava osakkeenomistajien oikeuksia muuttava uudelleenjärjestelysuunnitelma, johon sisältyy "debt for equity swap" olisi mahdollinen menettely yksityisten yhtiöiden osalta, myös ilman, että sen osalta noudatetaan vaatimusta asiaa koskevasta yhtiökokouksen päätöksestä sekä osakkaiden merkintäetuoikeudesta, mutta

¹⁸⁵ VN:n velkakonversioselvitys, 124-125.

ei olisi mahdollista julkisten yhtiöiden kohdalla uudistetun toisen yhtiöoikeusdirektiivin (2012/30/EU) perusteella. Perustelujen mukaisesti:

"In connection with a compulsory restructuring plan, these rules will not apply where a private limited liability company is concerned (Articles 370(3) and 382(2)). If the debtor is a public limited liability company, the application is prohibited under the revised second company directive (2012/30/EU)".

Perustuen ilmeisimmin lopulliseen Uudelleenjärjestelydirektiivin perustelujen 96 kohtaan tehtyihin selvennyksiin, tätä jaottelua on lopullisen lakiesityksen perusteluissa kuitenkin mukautettu.¹⁸⁶

Erityisesti osakkeenomistajien oikeuksien muutosten osalta on vertailussa hollantilaisen mallin ja Scheme -menettelyn välillä huomattava, että järjestely- ja kompromissitarpeita voi ilmaantua monissa muissa, kuin pelkästään maksukyvyttömyyttä edeltävissä tilanteissa.

Varsin mielenkiintoinen Hollannin lakiluonnokseen liittyvä yksityiskohta on perustelumuiistiossa kuvattu lakiesityksen artiklaan 372 liittyvää periaate tehdä lain perusteella merkityksettömiksi menettelyn ulkopuolisiin sopimuksiin liittyvät, automaattisesti menettelyyn viittaavat sopimusehdot:

"This Article additionally provides that 'ipso facto clauses', i.e. contract terms that automatically attach contractual consequences to initiating insolvency proceedings or other insolvency-related events in which the debtor is involved, remain without effect."

Mainittu lainkohta pyrkii ottamaan huomioon käytännön ongelmia esimerkiksi liittyen sellaisiin yhtiön rahoitussopimuksiin, jotka eivät ole menettelyn piirissä, eikä ohjelmassa puututa niitä koskeviin ehtoihin. Näissä sopimuksissa voi kuitenkin syntyä niin kutsuttuja *ipso facto* -tyyppisiä vaikutuksia pelkästään sen vuoksi, että yhtiöllä on käynnissä joihinkin muihin velkoihin liittyviä maksukyvyttömyysmenettelyjä. *Ipso facto* -ulottuvuus on kuitenkin sellaisenaan moniulotteinen kysymys, ongelmia saattaa syntyä esimerkiksi liittyen sopimusten lainvalintaan yhtiön kotivaltion ulkopuolelle. Default-lausekkeiden ulottuvuus toisiin yhtiön rahoitusjärjestelyihin on tärkeä kysymys, koska se voi pahimmillaan estää kokonaan suunnitellun tervehdyttämisyjärjestelyn toteutuksen. Edellä kuvattu Hollannin suunnittelema *ipso facto* -mekanismi rajaa käytännön ongelmatilanteita, mutta ei kokonaan estä niitä.¹⁸⁷ Tässä suhteessa vertailuna yhtiöoikeudellinen Scheme-mekanismi olisi toimivampi malli, koska siinä ei lähtökohtaisesti ole kysymys maksukyvyttömyysoikeudellisesta menettelystä. Yhtiön rahoitussopimuksen maksukyvyttömyys-oikeudelliseen menettelyyn viittaava ennenaikainen eräännyttämislauseke ei tällöin eräännytä lainaa ennenaikaisesti, vaikka toiseen lainasopimukseen kohdistuu yhtiöoikeudellinen menettely.

¹⁸⁶ De Brow Blackstone Westbrook, Amendment to the Bankruptcy Act introducing the possibility of obtaining court confirmation of extrajudicial restructuring plans to avert bankruptcy (Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement) EXPLANATORY MEMORANDUM, Translation, 14.9.2017. Viitattu mukautus ilmenee lopullisen 8.7.2019 annetun lakiehdotuksen hollanninkielisestä perustelumuiistiosta, <<https://www.debrauw.com/publication/draft-bill-continuity-companies-act-ii-wcoii/>>, versio 4.9.2019.

¹⁸⁷ Idem, johdanto sivulla olevasta newsletteristä 'Dutch Procedure Bind Non-concenting Creditors Restructuring Plans One Step Closer: 'Why this instrument has been introduced'.

Saneerausohjelman vahvistukselle on erityisiä edellytyksiä, mikäli yhden tai useamman ryhmän enemmistö on äänestänyt sitä vastaan. Ehdotuksen mukaisesti tuomioistuimen on pidättäydyttävä saneerausohjelman vahvistamisesta, mikäli esimerkiksi saneerauskustannuksia taikka saneerausohjelman myötä realisoituvaa velallisyhtiön ”going concern” -arvoa ei ole saneerausohjelmassa jaettu tasapuolisesti eri velkoja- tai osakkeenomistajaluokkien kesken (”unfair discrimination test”). Kriteerit, joiden nojalla lakiehdotuksessa on arvioitu tällaisen tilanteen käsillä oloa, on johdettu Yhdysvaltain oikeuden ns. Chapter 11 -menettelyn säännöistä, erityisesti ns. ehdottoman etuoikeuden periaatteesta (”absolute priority rule”, Lakiehdotuksen 381(4) artikla).¹⁸⁸ Näiden kahden keskeisen testin lisäksi soveltuu samaan pykälään sisältyvä ”not more than 100 per cent” sääntö, jonka mukaisesti silloin, kun on vastustavia ryhmiä, ei toiselle ryhmälle voi tulla ohjelmassa saatavien tai osakkeiden nimellisarvoon verrattuna niiden arvon ylittävää suoritusta. Tämä edellytys tuo menettelyn lähemmäksi nk. relative priority rule -periaatetta.

De Brow Blackstone Westbroek huomauttaa myös syyskuun 2018 päivityksessään lakiesityksen niin kutsuttuun pre-pack -menettelyyn liittyvästä epävarmuudesta, liittyen menettelyä koskeviin edellytyksiin koskien siirtyvään liiketoimintaan liittyviä työntekijöitä. Päivityksessä viitataan vuoden 2017 Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ratkaisuun, jonka mukaisesti nk. pre-pack -tasesiirto maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä ei ole poikkeus periaatteesta, että työntekijät siirtyvät automaattisesti siirrettävien varojen mukana uuteen yhtiöön.

Ratkaisussa oli ECJ:n tiedotteen mukaisesti kysymys seuraavasta tilanteesta:

*“Employees’ rights in the event of transfers of undertakings may be maintained where a ‘pre-pack’ is put into effect following insolvency. A declaration of insolvency in the context of a ‘pre-pack’, which is aimed at preparing the transfer of an undertaking in order to enable a swift relaunch of the undertaking’s viable units once the insolvency has been declared, may not satisfy all the conditions required by EU law.”*¹⁸⁹

Tämä työntekijöiden suojeluun liittyvä kysymys on tärkeä asia huomioitavaksi eri järjestelyjä suunniteltaessa. Lopulliseen Uudelleenjärjestelymenettelydirektiiviin liittyy myös kohdeyhtiön työntekijöiden asemaa koskevia säädöksiä.

ELI Study:n asteikossa Hollannin suunniteltu menettely on lähtökohtaisesti luokkaan 2 sijoittuva ”restructuring proceeding” -tyyppinen menettely, mutta sen alla voidaan (huomioiden edellä kuvatus äänestysmenettelyn) toteuttaa myös luokan 1 tyyppisiä kevyempiä ”workout-supporting proceeding” -menettelyitä.

Hollannin lakiesitys tuntuu varsin perustellusti valmistellulta kokonaisuudelta. Olen ottanut sen tähän tutkimukseen mukaan erityisesti hyödyllisenä vertailuparina Englannin oikeuden ja Euroopan

¹⁸⁸ VN:n velkakonversioselvitys, s. 127.

¹⁸⁹ ECJ, Press release, 22.6.2017, Employees’ rights in the event of transfers of undertakings may be maintained where a ‘pre-pack’ is put into effect following insolvency. Judgment in Case C-126/16.

malliosakeyhtiölakiin sisältyville ennakoiville menettelyille. Harkittaessa Suomen lain uudistamista Hollannin malli toimii näiden ohella hyvänä verrokkiesimerkkinä.

6. Eräiden muiden maiden uudelleenjärjestelymenettelyt

6.1 VN:n velkakonversioselvityksen vertailututkimus

VN:n velkakonversioselvityksessä tutkittiin kahdeksan vertailumaan osalta Velkakonversioon liittyvää lainsäädäntöä ja oikeuskäytäntöä. Selvityksessä on myös analysoitu verrokkimaiden erilaisia maksukyvyttömyysmenettelyjä, kuitenkin erityisesti Velkakonversion näkökulmasta.

Ennakoivien uudelleenjärjestelymenettelyjen osalta on edellä kuvattu European Law Institute:n tutkimukseen pohjautuen jäsenmaissa jo käytössä olevia menettelyjä. Siinä kuvattu jaottelu menettelyjen keskeisistä piirteistä tuo Uudelleenjärjestelydirektiivin perusteluja selkeämmän jaottelun ennakoivien menettelyjen keskeisistä piirteistä. ELI Study jaottelee ennakoivat menettelyt kahteen pääkategoriaan:

(1) prosesseihin, jotka tukevat yhtiön uudelleenjärjestelyneuvotteluita ("workout") tuomioistuinmenettelyn kautta ja

(2) prosesseihin, joiden kautta toteutetaan uudelleenjärjestelyä käyttäen menettelyjä, jotka vastaavat varsinaisissa insolvenssimenettelyissä käytettyjä menettelyjä ("restructuring proceedings").

Ensimmäiseen kategoriaan liittyviä menettelyjä on jäsenmaiden lainsäädännössä sekä osana yhtiöoikeutta, että osana maksukyvyttömyysoikeutta. Hollannin lainsäädäntöehdotuksessa on samaan lainsäädäntöön yhdistetty uudelleenjärjestelymenettelyitä tukeva ennakoiva tuomioistuinmenettely ja varsinainen maksukyvyttömyysoikeudellinen saneerausmenettely.

Tarkastelen seuraavassa tiivistetysti lähinnä VN:n velkakonversioselvitykseen perustuen Yhdysvaltojen, Ranskan, Saksan ja pohjoismaiden lainsäädäntökehitystä, käyttäen kuitenkin niiden osalta edelleen ELI Studyn jaottelua menettelyjen tyypeistä. Näistä vertailumaista on saatavissa osin hyödyllisiä vaihtoehtoja menettelyjen arviointia varten.

6.2 USA:n Chapter 11 -perusteinen saneerausmenettely

Yhdysvaltojen liittovaltio -tasoinen konkurssilain Chapter 11 -menettely on toiminut pitkään mallina monille erilaisille saneerausmenettelyille. Chapter 11 -menettely oli myös keskeisenä lähtökohtana Suomen yrityssaneerauslain valmistelussa 90-luvun alussa. Risto Koulu on kuvannut yrityssaneerauslain olleen säätämisasajankohtanaan Euroopan moderneimpia ja samalla radikaaleimpia lakeja. Se merkitsi perustavaa muutosta siinä suhtautumistavassa maksukyvyttömyyteen, joka oli leimannut pohjoismaista ajattelua. Laki saa kiittää synnystään osaksi kansainvälisiä vaikutteita, osaksi Suomen erityisolosuhteita.¹⁹⁰

USA:n konkurssilain 11 luvun mukaisen saneerausmenettelyn päätarkoituksena on laatia velallisyhtiön saneerausta tai velallisyhtiön omaisuuden rahaksimuuttoa (realisaatiosaneeraus) koskeva suunnitelma ja saada sille hyväksyntä. Ainoastaan velallisyhtiö itse voi kuitenkin jättää saneeraus-suunnitelmaehdotuksen ensimmäisen 120 päivän (tai pidennetyn määräajan) kuluessa lain 11 luvun mukaisen saneerausmenettelyn alkamisesta.

Saneeraus-suunnitelmaehdotuksen jättämisen jälkeen velallisyhtiöllä on 60 päivää aikaa hankkia suunnitelmalle kunkin asianomaisen velkojaluokan hyväksyntä. Asianomaisella velkojalla tarkoitetaan tässä kontekstissa velkojaa, jonka oikeusasema muuttuisi esitetyn suunnitelman myötä. Ainoastaan ”asianomaiset velkojat” ovat oikeutettuja äänestämään suunnitelmasta. Tämän vuoksi sellaisella velkojaluokalla ei ole äänestysoikeutta, johon kuuluville velkojille maksettaisiin suunnitelman mukaisesti velallisyhtiön kohdistuvat saatavat täysimääräisesti.¹⁹¹

Menettely on tässä suhteessa lähellä Hollannissa vireillä olevaa uudistusta. Huolimatta siitä, että menettely on lähtökohtaisesti kokonaisvaltainen, kaikkia yhtiön velkojia koskeva menettely, sitä koskeva käsittely voidaan käytännössä lähtökohtaisesti rajata ainoastaan niihin velkojiin, joita suunniteltu menettely koskee. Harkittaessa suomalaista mallia, tämän tyyppisen mekanismin käyttöönotto nykyiseen yrityssaneerussuunnitelmiimme voisi vähimmäismuutoksena helpottaa menettelyä ja pienentää merkittävästi menettelyihin liittyviä käytännön ongelmia, kun muutokset kohdistuvat ainoastaan tiettyihin valittuihin velkajärjestelyihin.

ELI Study:n luokittelussa USA:n järjestelmä on lähtökohtaisesti luokkaan 2 sijoittuva uudelleenjärjestelymenettely, mutta sen puitteissa voidaan kohtuullisen joustavasti ja ennakoitavasti toteuttaa myös 1 ryhmään luettavia, ennakoivia menettelyjä.

¹⁹⁰ Risto Koulu, Uudistettu yrityssaneeraus, WSOY Pro, 2007, s. 8.

¹⁹¹ VN:n velkakonversioselvitys, s. 105.

6.3 Ranskan moniportainen malli

Ranskan oikeudessa on useita oikeudellisia menettelyitä yhtiöiden taloudellisten vaikeuksien selvittämiseksi. Näitä ovat erityisesti selvitystilamenettely maksukykyisten yhtiöiden purkamiseksi ("liquidation amiable"), ad hoc -mandaatti ("mandat ad hoc") ja sovittelu ("conciliation"), turvaamismenettely ("procédure de sauvegarde"), nopeutettu rahoituksellinen turvaamismenettely ("sauvegarde financière accélérée"), nopeutettu turvaamismenettely ("sauvegarde accélérée"), saneerausmenettely ("redressement judiciaire") sekä konkurssimenettely ("liquidation judiciaire").¹⁹² Näistä menettelyistä selvitystilamenettely, ad hoc -mandaatti ja sovittelu, turvaamismenettely, nopeutettu rahoituksellinen turvaamismenettely sekä nopeutettu turvaamismenettely koskevat pääasiassa yhtiöitä, jotka eivät ole keskeyttäneet maksujaan ("cessation des paiements") taikka yhtiöitä, jotka ovat sovintomenettelyssä lykänneet maksujaan alle 45 päivän ajan. Saneerausmenettely ja konkurssi sen sijaan koskevat yhtiöitä, jotka ovat jo keskeyttäneet maksunsa.

Ranskassa 1.7.2014 voimaan tullut, yrityksiä turvaavasta menettelystä annettu laki ("sauvegarde accélérée"), eroaa Scheme-menettelystä muun muassa siten, että menettelyssä kunkin velkojaluokan päätösten läpimenokynnys on Scheme-menettelyä alhaisempi (kahden kolmasosan enemmistö kunkin luokan velkojista riittää). Myös velkojaluokkien koostumus poikkeaa englantilaisesta mallista¹⁹³; Ranskassa pankkivelkojat muodostavat yhden luokan riippumatta siitä, onko kysymys vakuudellisesta tai vakuudettomasta velasta, samoin oman luokan muodostavat joukkolainavelkojat. Mikäli jokin eri luokkien komiteoista kieltäytyy hyväksymästä turvaamissuunnitelmaa, on tuomioistuimella velvollisuus lopettamaan menettelyn. Yhtiön tullessa tämän lopettamispäätöksen johdosta maksukyvyttömäksi, sillä ei ole enää muuta mahdollisuutta kuin hakea saneerausta ("redressement judiciaire") tai konkurssia.

Turvaamismenettelyn aloittaminen edellyttää velallisyhtiön johdon tuomioistuimelle esittämää pyyntöä turvaamistoimien aloittamisesta. Turvaamismenettelyn kohteena olevan velallisyhtiön on oltava maksukykyinen, mutta samalla ylitsepääsemättömissä vaikeuksissa. Toisin sanoen turvaamismenettelyä voivat käyttää sellaiset velallisyhtiöt, joilla ei ole lyhyen aikavälin maksuvalmiusongelmia, mutta jotka ovat silti ylitsepääsemättömissä taloudellisissa vaikeuksissa.¹⁹⁴

Nopean rahoituksellisen turvaamismenettelyn tai nopeutetun turvaamismenettelyn aloittaminen edellyttävät, että velallisyhtiö täyttää muun muassa seuraavat ehdot: velallisyhtiöllä on yli 20 työntekijää tai vuotuinen yli 3 miljoonan euron vuosittainen liikevaihto taikka vähintään 1,5 miljoonan euron kokonaistase; eli käytännössä pienimmät yhtiöt on rajattu menettelyn ulkopuolelle.

ELI Studyn mukaisessa jaottelussa conciliation-menettely (sovittelu) sekä sauvegarde financière accélérée -menettely (nopeutettu rahoituksen turvaaminen) ovat luokiteltu 1 luokan "workout support"

¹⁹² VN:n velkakonversioselvitys, s. 168.

¹⁹³ E. Gateaud, R. Tett and K. Crinson, "La scheme à la française": a new restructuring tool for French debtors, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, March 2015.

¹⁹⁴ VN:n velkakonversioselvitys, s. 169.

-menettelyiksi, Procédure de Sauvegarde (turvaaminen) sekä Sauvegarde Accélérée (nopeutettu turvaaminen) puolestaan restructuring-tyyppisiksi menettelyiksi.

6.4 Saksan joukkovelkakirjalainoja koskeva erillinen malli

Saksassa on käytössä vain yksi lakimääräinen maksukyvyttömyysmenettely. ”Maksukyvyttömyysputkessa” on kuitenkin käytettävissä keskenään erilaisia vaihtoehtoja. Menettely voi johtaa esimerkiksi velallisyhtiön konkurssiin ja omaisuuden realisointiin (”übertragende sanierung”), jolloin maksukyvytön yhtiö puretaan, tai yhtiön saneeraukseen, jossa velallisyhtiö jatkaa toimintaansa. Maksukyvyttömyysmenettely voi olla tavanomainen, pesänhoitajan ohjaama menettely, saneeraus selvittäjän ohjaama menettely tai debtor-in-possession menettely, jossa velallisyhtiö jatkaa liiketoimintaansa valvojan (”sachwalter”) tarkkailussa.¹⁹⁵

Maksukyvyttömyysoikeuden ulkopuolisena ennaltaehkäisevänä uudelleenjärjestelymenettelynä Saksan oikeudessa on kuitenkin erillinen joukkovelkakirjalainoja koskeva menettely. Saksan joukkovelkakirjalainoista annetussa laissa (”Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen”, 5.8.2009, ”SchVG”) säädetään erikseen saneeraustyökalusta, jota voidaan soveltaa sellaisiin joukkovelkakirjalainoihin, joissa käytetään identtisiä velkapapereita ja jotka ovat Saksan lain alaisia. SchVG:n soveltamisalaan kuuluvat myös sellaiset joukkovelkakirjalainat, joiden liikkeeseenlaskijan sääntömääräinen kotipaikka ei ole Saksassa, mikäli joukkovelkakirjalainan ehdot ja liikkeeseen laskua koskeva sopimus ovat Saksan lain alaisia. Tällaisessa järjestelyssä samaan lainaan kohdistuvan joukkovelkakirjan haltijat voivat suostua enemmistöpäätöksellä sellaisiin lainan ehtojen muutoksiin, joilla tuetaan velallisyhtiön saneerausta.

Joukkovelkakirjalainan ehtojen oleelliset muutokset edellyttävät Saksan lain mukaan enemmistöpäätöstä, jota puoltaa vähintään kolme neljäsosaa (3/4) äänestyskseen osallistuvien velkojien äänistä. Lisäksi oleellisiin muutoksiin vaaditaan velallistahon suostumus. Velkakirjanhaltijoiden kokous on päätösvaltainen, jos läsnä olevat velkojat edustavat vähintään 50 prosenttia velan kokonaisarvosta. Velkakirjanhaltijoiden kokouksen päätökset sitovat kaikkia velkakirjanhaltijoita, eli päätökset sitovat näin ollen myös niitä velkakirjanhaltijoita, jotka ovat vastustaneet esitystä tai pidättäytyneet äänestyskseen.¹⁹⁶ On syytä korostaa, että saksalaisessa mallissa joukkovelkakirjanhaltijoiden yhteistoimintamenettely tapahtuu lakiin perustuen, eikä (ainakaan pelkästään) lainan ehtojen perusteella.

Saksan lainsäädäntö sisältää mahdollisuuden Velkakonversioon. Se on tietysti, Velkakonversioselvityksessä tarkemmin kuvatuissa tilanteissa mahdollista toteuttaa myös, vaikka siitä saneerausohjelmassa äänestettäessä ei olisi saavutettu vaadittavaa enemmistöä osakkeenomistajien ryhmässä. Lähtökohtana kuitenkin tällöin edelleen on, ettei velallisyhtiön velkojaa voida pakottaa yhtiön osakkeenomistajaksi vastoin tämän tahtoa. Poikkeuksena tästä ovat SchVG:n alaiset

¹⁹⁵ VN: velkakonversioselvitys, s. 144.

¹⁹⁶ Idem, s. 153.

joukkovelkakirjalainat, joita InsO 225a.2 § ei koske, joten näiden kohdalla voidaan velkakirjanhaltijat velvoittaa osakkeiden vastaanottamiseen. Mikäli muut Velkakonversion edellytykset täyttyvät, joukkovelkakirjalainojen haltijat voivat päättää velan muuntamisesta velallisyhtiön osakkeiksi kolmen neljäsosan enemmistöpäätöksellä, mikä sitoo myös niitä joukkovelkakirjojen haltijoita, jotka eivät ole antaneet Konversiolle suostumustaan.¹⁹⁷

Saksan uuden järjestelmän suunnittelun osalta viitataan esittelemääni professori Stephan Madauksen hahmottamaan uuteen taksonomiaan, jaotella erillisiksi oikeuden alueiksi maksukyvyttömyys-oikeudelliset saneerausmenettelyt sekä ennakoivat velvoittavat sopimusperusteiset tuomioistuinmenettelyt.

6.5 Pohjoismainen kehitys

ELI Studyn mukaaan yhdessäkään Pohjoismaan EU-jäsenvaltiossa ei ole toistaiseksi käytössä ennakoivaa uudelleenjärjestelymenettelyä. VN:n velkakonversioselvityksessä kuitenkin viitataan ennakoivien menettelyjen selvitykseen Ruotsin hallituksen asettaman komitean vuonna 2015 tekemässä raportissa (*”Entreprenörskapskommittén”, Statens Offentliga Utredningar 2016:72, ”SOU 2016”*).¹⁹⁸ Komitea on ehdottanut muun muassa erillisten sovintosopimusten käyttöönottoa niiden velallisyhtiöiden osalta, joilta ei edellytetä saneeraustoimenpiteenä liiketoimintaan kohdistuvia muutoksia. Perusteluna tälle on ollut se, että kannattava yhtiö voi joutua tilapäisiin maksuvaikeuksiin monistakin syistä, jotka eivät välttämättä liity yhtiön liiketoimintaan. Erillinen sovintosopimus voisi tarjota yhtiöille poikkeustilanteita varten nopean tavan helpottaa velkojen vapaaehtoista alaskirjausta ilman raskaamman saneerausprosessin aloittamista, samalla sitouttaen velallisyhtiön tehtävän sovintosopimuksen noudattamiseen.

Ruotsin yhtiö- tai maksukyvyttömyysoikeudessa ei ole säännöksiä ilman osakkeenomistajien suostumusta toteutettavasta Velkakonversiosta. Edellä mainitussa mietinnössä kuitenkin ehdotettiin, tietyin varauksin, lakimääräisen Velkakonversion käyttöönottoa maksukyvyttömyysoikeudellisena instrumenttina.¹⁹⁹

Tuomioistuin voisi SOU 2016 mietinnön ehdotuksen nojalla myös päättää, että osapuolten on aloitettava neuvottelut kattavammasta sovintosopimuksesta (*”utvidgat ackord”*). Kattavassa sovintojärjestelyssä määriteltäisiin, millä ehdoilla velkojat suostuvat velkojen alaskirjaukseen. SOU 2016 mietinnössä huomautetaan, että tällaisia järjestelyjä on de facto jo ollut käytössä. Mikäli järjestelyistä kuitenkin säädettäisiin lain tasolla, ne voisivat perustua tuomioistuimen päätökseen ja velkojen enemmistö voisi

¹⁹⁷ Idem, s. 148.

¹⁹⁸ SOU 2016:72: *Entreprenörskap i Det Tjugoförsta Århundradet*. Stockholm 2016, saatavilla: <<http://www.regeringen.se/rattsdokument/statens-offentliga-utredningar/2016/10/sou-201672>>.

¹⁹⁹ VN:n velkakonversioselvitys, s. 57.

pakottaa velallisyhtiön suostumaan niihin. Komitea ehdotti myös, että velkojien tulisi olla nykyistä tiiviimmin mukana selvittäjän nimitysprosessissa.

Sekä Ruotsissa että Tanskassa on käytössä kokonaisvaltainen lakiin perustuva saneerausmenettely konkurssimenettelyn ohella, mutta kummankaan maan maksukyvyttömyys- tai yhtiölainsäädännössä ei ole säännöksiä ilman osakkeenomistajien tai velkojien suostumusta toteutettavasta Velkakonversiosta.²⁰⁰

7. Sopimusperusteiset velkojien yhteistoimintamekanismit; arvio mekanismien riittävydestä

7.1 Valtioiden ja muiden suvereenien liikkeeseenlaskijoiden lainoihin liittyvät yhteistoimintamenettelyt

Valtioiden ja monikansallisten rahoituslaitosten rahoitus sopimuksissa on markkinakäytännön mukaisesti käytetty pitkään niin kutsuttuja yhteistoimintalausekkeita ("collective action clauses"). Näiden lausekkeiden mukaisten sopimusehtojen mukaisesti kaikki velkakirjanhaltijat voidaan velvoittaa lainan ehdoissa määritellyssä järjestyksessä toteutetun lainan haltijoiden kokouksen päätökseen perustuen, ehdoissa määriteltyihin muutoksiin lainan ehtoihin liittyen. Lähtökohtaisesti nämä päätökset voivat nykykäytännön mukaisesti sisältää päätöksiä myös lainan velkakirjojen nimellisarvon alentamisesta tai leikkaamisesta, lainan koron alentamisesta tai muista muutoksista koronmaksuun liittyen sekä lainan maturiteetin pidentämiseen liittyen.

Euroopan vakausmekanismi ("EVM") on perustettu koko euroalueen ja sen jäsenvaltioiden rahoitusvakauden turvaamiseksi. Se mahdollistaa vakaustuen, joka on jäsenvaltion talouden tasapainottomuuksiin suhteutettua ja tiukan ehdollista. Vakaustuen tulee olla välttämätöntä koko euroalueen ja sen jäsenvaltioiden rahoitusvakauden turvaamiseksi. Ehdollisuus riippuu valitusta tukivälineestä. EVM:n vakaustukea voidaan myöntää lainana, ennakollisena tukena, myöntämällä tukea jäsenvaltion rahoituslaitosten pääomapohjan vahvistamiseen ja ostamalla jäsenen joukkovelkakirjoja ensi- tai jälkimarkkinoilta.

Suomessa eduskunnalle annetussa hallituksen esityksessä Euroopan vakausmekanismin (EVM) perustamisesta tehdyn sopimuksen hyväksymisestä ja laista siihen kuuuluvan lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta, selvitettiin esityksen perusteluissa samalla vakiomuotoisten yhteistoimintalausekkeiden käyttöönottoa euroalueella.

²⁰⁰ Idem, s. 65,71.

Vakausmekanismia koskevan sopimuksen artiklan 3 kohdan mukaan euroalueen kaikkien uusien, laina-ajaltaan yli vuoden pituisten, valtioiden joukkovelkakirjojen ehtoihin sisällytetään vakiomuotoiset yhteistoimintalausekkeet 1 päivästä tammikuuta 2013 lähtien. Yhteistoimintalausekkeet mahdollistavat erityisesti velkojen määränemmistöllä tehtävät, kaikkia velkoja sitovat, päätökset maksuehdoista (esimerkiksi lainanhoidon pysäyttäminen, laina-aikojen pidentäminen, koronalennukset tai velan pääoman alentaminen) oloissa, joissa velallisvaltio ei pysty hoitamaan velkaansa. Yhteistoimintalausekkeiden oikeusvaikutusten on oltava samanlaiset kaikissa euroalueen jäsenvaltioissa. Hallituksen esityksen perustelujen mukaisesti Suomen varsin laajan sopimusvapauden vuoksi yhteistoimintalausekkeiden käyttöönotto ei aiheuttanut tarpeita kansallisen lainsäädännön muuttamiseen.²⁰¹

Yhteistoimintalausekkeiden käyttöönotosta oli päätetty euroryhmässä 28 päivänä lokakuuta 2010 annetun julkilausuman mukaisesti, jossa edellytettiin euroalueen kaikkien uusien valtion joukkovelkakirjalainojen ehtoihin sisällytettävän vakiomuotoiset yhteistoimintalausekkeet. Euroalueen yhteistoimintalausekkeista on tarkempi kuvaus Euroalueen valtiovarainministerien valtiolainamarkkinoita käsittelevän alakomitean 26.11.2011 päivätyssä muistioissa (*"EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Collective Action Clause Explanatory Note"*), jota modifioitiin edelleen komitean täydentävällä muistiolla 26.3.2012.²⁰²

Muiston mukaisesti lainaehtoissa jaotellaan oikeus tehdä lainaehtoihin liittyviä kaikkia velkakirjanhaltijoita sitovia päätöksiä joko erityisellä määränemmistöllä tai normaalilla määränemmistöllä. Erityistä kahden kolmasosan velkakirjanhaltijoita edellyttävää määränemmistöstä vaaditaan päätöksiin, joilla on olennainen vaikutus velkakirjanhaltijan asemaan (*"reserved matter"*), esimerkiksi alennettaessa lainapääomaa, lainan korkoa tai pidennettäessä lainan maturiteettia. Muut päätökset (*"non-reserved matter"*) voidaan tehdä lähtökohtaisesti normaalilla enemmistöllä. Liittyen enemmistöperusteiden tarkempaan määräytymiseen muistio kuvaa näiden osalta vaatimuksia seuraavasti:

"The affirmative vote of holders of not less than 66 2/3% of the outstanding principal amount of the bonds represented at a meeting of bondholders at which a quorum is present is required to modify a reserved matter in relation to a single series of bonds. A reserved-matter modification may also be approved by a written resolution signed by holders of 66 2/3% of the principal amount of all outstanding bonds."

"The required approval threshold in the case of a non-reserved matter modification is a simple majority of the outstanding principal amount of the affected series of bonds represented at a duly called meeting of bondholders or a simple majority of the principal amount of all outstanding bonds if the modification is approved by a written resolution."

²⁰¹ HE 34/2012 vp.

²⁰² EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Collective Action Clause Explanatory Note, 26.11.2011 ja EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets, Collective Action Clause Supplemental Explanatory Note, 26.3.2012.

Malliehtoja muokattiin edelleen euroryhmän täydentävässä muistiossa. Edellä mainittuja päätösrajoja muutettiin edellyttäen kaksivaiheista kokousmenettelyä, jossa "reserved matter" -asioiden osalta ensimmäisen kokouksen päätösraja on korkeampi 75 prosenttia ja vasta jatkokokouksessa päätökset voidaan tehdä edellä kuvatulla kahden kolmasosan enemmistöllä laskettuna kokouksessa edustetusta joukkolainan pääomamäärästä.²⁰³

Komitean muistioissa tarkemmin kuvattuihin äänestysmenettelyihin liittyy erityisiä säädöksiä muun muassa useiden lainasarjojen äänestysmenettelyihin, joita ei tässä yhteydessä kuvata tarkemmin. Keskeistä on kuitenkin huomioida, että kannatuksen laskemiseksi kussakin tilanteessa riittää ehtojen mukaisesti prosenttiosuus koollekutsutussa kokouksessa edustetuista joukkolainojen pääomamäärästä, ei siis koko lainan pääomamäärästä. Tämä ero voi käytännön tilanteissa osoittautua erittäin keskeiseksi.

Euroalueen valtioiden yhtenäistetyissä joukkolainojen ehtojen käytännöissä lainojen uudelleenjärjestelytilanteisiin on siis varauduttu sopimusperusteisesti. Ehtojen mukaisesti viime kädessä joukkovelkakirjalainan velkakirjanhaltijoiden kahden kolmasosan enemmistö kokouksessa edustetuista velkakirjanhaltijoista voi hyväksyä lainaehtojen muutokset kaikkia lainan velkakirjanhaltijoita sitovasti. Tämän on katsottu voivan estää riittävästi markkinoilla toimivien, niin kutsuttuja hold-out -positioita hyödyntävien markkinatoimijoiden, mahdollisuutta vaikeuttaa enemmistövelkojien kanssa neuvoteltujen uudelleenjärjestelyjen toteuttamista.

Yhteistoimintalausekkeet ovat ehdoiltaan hyvin lähellä Scheme-menettelyä. Äänestysmenettelyyn ei enää liity, eikä tarvita, tuomioistuimen vahvistusta, koska järjestely sitoo jo sopimusoikeudellisesti kaikkia velkakirjanhaltijoita.

7.2 LMA-dokumentaatio syndikoituihin pankkilainoihin liittyen

Syndikoitujen lainojen dokumentaatio noudattaa kansainvälisessä rahoituksessa lähtökohtaisesti Loan Market Association ("LMA") -markkinajärjestön ylläpitämää ja jatkuvasti päivittämää mallidokumentaatiota. LMA on yli 20 vuotta markkinoilla toiminut markkinajärjestö, jolla on yli 600 yhteisöjäsentä yli 60 maasta. LMA on luonut sopimusmallit eri tyyppisille rahoitus sopimuksille, pääsääntöisesti Englannin lakiin perustuen. LMA sopimusstandardia käytetään pohjana kansainvälisten asianajotoimistojen laatimissa rahoitus sopimuksissa merkittävässä määrin myös Britannian ulkopuolella. Dokumentaatiopohjat on laadittu erikseen alhaisemman luottoriskin eli niin kutsuttuja Investment Grade -luotonottajia varten sekä toisaalta korkeamman luottoriskin Leveraged-luotonottajia varten. Jälkimmäisistä käytetään vakiintuneesti myös rahoituksen luonteeseen viittaavaa "Acquisition Finance" -käsitettä.²⁰⁴

²⁰³ Idem.

²⁰⁴ Loan Market Association, organsiaation kotisivu, saatavilla: <<http://www.lma.eu.com/>>.

Philip Wood on kuvannut kansainvälisiin syndikoituihin lainoihin liittyvää ”syndikaattidemokratiaa” siten, että päätökset lainasopimusten perusteella voidaan useissa tilanteissa tehdä vakiintuneesti kahden kolmasosan määräenemmistöllä kaikkia lainanantajia sitoviksi.²⁰⁵ Keskeisimmät fundamentaaliset muutokset esimerkiksi lainan pääoman alentamiseksi, korkomarginaalin pienentämiseksi tai maturiteetin pidentämiseksi, edellyttävät kuitenkin usein kaikkien lainanantajien hyväksyntää. Tämä on markkinakäytäntönä Investment Grade -lainanottajien sopimuksissa. Tästä poiketen Leveraged-lainanottajien sopimuksissa hyväksytään usein myös fundamentaalisten muutosten tekeminen lainasopimusehtoihin kahden kolmasosan enemmistöllä.

Markkinan sopimuskäytäntö ”syndikaattidemokratiassa” voi aiheuttaa haasteellisia tilanteita. Ei ole lainkaan harvinaista, että Investment Grade -luokan lainanottajan luottokelpoisuus muuttuu olennaisesti laina-aikana, erityisesti pitemmän maturiteetin rahoitusjärjestelyissä. Tämän kaltaisissa tilanteissa yksittäinen syndikaatin lainaosuuden haltija voi vaikeuttaa merkittävästi lainanottajan ja enemmistöpankkien kanssa neuvoteltua uudelleenjärjestelyä. Kuvatus hold-out -position hyväksikäytön riski korostuu, kun markkinoilla myös käydään vakiintuneesti kauppaa lainaosuuksilla. Lainaosuuksia voi näin siirtyä myös erilaisille hold-out -positioita hyväkseen käyttäville hedge fund -toimijoille. Kun yrityksen luottokelpoisuus on alentunut, sen lainaosuuden hinta voi poiketa merkittävästi lainapääoman arvosta. Mikäli opportunistisesti toimiva markkinaosapuoli on saanut ostettua lainaosuuden alhaisella arvolla ja vastustaa kaikkia ehdotettuja, sinänsä lainanantajien yhteisenä intressinä olevia lainaehtojen muutoksia, voi päärahoittajaryhmä tai yhtiö joutua käytännössä lunastamaan täydestä arvosta kyseisen toimijan osuuden lainajärjestelystä, estääkseen koko lainan ennenaikaisen erääntymisen ja maksukyvyttömyystilanteen.

7.3 Investment Grade / High Yield -joukkolainadokumentaatio

Kansainvälistä joukkolainadokumentaatiota ohjaa LMA:n yksityiskohtaisia pankkilainamarkkinan sopimusmalleja lyöhemmin kansainvälinen pääomamarkkinajärjestö, International Capital Market Association (”ICMA”). ICMA on toiminut markkinoilla jo yli 50 vuoden ajan; aikaisemmillä nimillä Association of International Bond Dealers (”AIBD”) ja International Primary Market Association (”IPMA”). Jo IPMA:n aikana järjestö kehitti ohjekirjan keskeisistä lainamarkkinoilla käytettävistä joukkolainojen ehdoista.²⁰⁶

Joukkolainojen päätöksentekomekanismi tapahtuu normaalisti lainan ehtoihin liitettyjen joukkolainanhaltijoiden kokousehtojen mukaisesti. Nämä kokousehdot vaihtelevat lainakohtaisesti, mutta lähtökohtaisesti niihin liittyy aina menetelmä, jonka mukaisesti tietty erityinen määräenemmistö velkakirjanhaltijoista, esimerkiksi 75 prosenttia koko joukkovelkakirjalainan pääoman määrästä, voi tehdä

²⁰⁵ Philip Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, Second Ed. Thomson Sweet & Maxwell, 2007.

²⁰⁶ International Capital Market Association (ICMA), saatavilla: <<https://www.icmagroup.org/>>, versio 2.3.2019.

kaikkia velkakirjanhaltijoita sitovia päätöksiä myös lainanantaja-asemaan fundamentaalisesti vaikuttavista asioista, kuten pääoman tai koron alentamisesta.

Ohessa esimerkki mainitusta ehdosta, joka liittyy niin kutsutun investment grade -liikkeeseenlaskijan joukkolainajärjestelyn lainaehtoihin:

"A Noteholders' Meeting or a Procedure in Writing is entitled to make the following decisions that are binding on all the Noteholders:

(i) to amend these terms and conditions of the Notes; and

(ii) to grant a temporary waiver on these terms and conditions of the Notes.

However, consent of at least seventy-five (75) percent of the aggregate principal amount of the outstanding Notes is required to:

(i) decrease the principal amount of or interest on the Notes;

(ii) extend the maturity of the Notes;

(iii) amend the requirements for the constitution of a quorum at a Noteholders' Meeting or Procedure in Writing; or

(iv) amend the majority requirements of the Noteholders' Meeting or Procedure in Writing.

*The consents can be given at a Noteholders' Meeting, in the Procedure in Writing or by other verifiable means."*²⁰⁷

Myös niin kutsutuissa high yield -joukkolainoissa on ehtorakenteissa usein huomioituna sopimusperusteisten joukkolainahaltijoiden kvalifioitun enemmistön oikeus hyväksyä fundamentaalisia muutoksia lainaehtoihin kaikkia velkakirjanhaltijoita sitovasti. Suomessa Arvopaperimarkkinayhdistyksen ja EK:n yhteinen työryhmä laati vuoden 2013 aikana malliehdot joukkovelkakirjalainoille. Malliehtoja laadittaessa pidettiin erityisesti silmällä markkinoille tulevia uusia pienempiä liikkeeseenlaskijoita, joilla ei ole luottoluokitusta tai joita ei muuten voida luokitella investment grade -tasoisiksi. Ehdoissa on luotu malli, joka oikeuttaa erityisellä määräenemmistöllä päättämään myös fundamentaalisista muutoksista lainaehtoihin. Se toimii lähtökohtaisesti seuraavasti:

*"The following matters shall require the consent of Noteholders representing at least [75] per cent. of the Adjusted Nominal Amount for which Noteholders are voting at a Noteholders' Meeting or for which Noteholders reply in a Written Procedure in accordance with the instructions given pursuant to Clause 17.3."*²⁰⁸

²⁰⁷ Huhtamäki Oyj EUR 150,000,000 1.625 Percent Notes due 2024, Listing Prospectus, 4.10.2017 (esimerkkinä saman tyyppisistä käytetyistä ehdoista).

²⁰⁸ Arvopaperimarkkinayhdistys r.y., Corporate Bond Model Documentation, 30.12.2013.

Tässä malliehdossa riittää vaadittu kvalifioitu prosenttiosuus kokouksessa äänestykseen (tai vastaavaan kirjallista vastausta edellyttävään menettelyyn) osallistuvista joukkolainanhaltijoista, poiketen esimerkiksi edellä mainittuun järjestelyyn liittyvästä vaatimuksesta saada ehdotukselle kannatus kvalifioidulta enemmistöltä koko lainan pääomamäärästä. Joukkolainojen haltijaperusteiseen luonteeseen liittyen voi olla vaikeaa tai jopa mahdotonta tavoittaa merkittävää määrää lainaosuuksien haltijoista, esimerkiksi mikäli lainanottaja ei ole pidättänyt lainan ehdoissa oikeutta saada tietoonsa lainanhaltijoita. Erityisesti tällaisissa tilanteissa voisi myönteisen velkakirjahaltijoiden päätöksen saaminen osoittautua jopa mahdottomaksi, jos määräenemmistö laskettaisiin koko lainan pääoman määrästä.

Osassa joukkolainajärjestelyjä ei välttämättä ole edellä kuvattuja Arvopaperimarkkinayhdistyksen ja EK:n yhteisen työryhmän high yield -lainoille laatimia malliehtoja vastaavaa kehittyneitä sopimusperusteista uudelleenjärjestelymekanismia, joka oikeuttaisi lainan fundamentaalisten ehtojen muuttamiseen vaadittavalla kvalifioidulla enemmistöpäätöksellä. Tällaisten ehtojen puuttuminen on ollut varsin yleinen markkinakäytäntö, erityisesti niin kutsutuissa investment grade -luottoluokituksen joukkolainoissa.

7.4 Arvio sopimusperusteisten mekanismien riittävydestä järjestelytilanteissa

Edellä on kuvattu markkinaehtoisien vieraan pääoman rahoituksen keskeisten markkinoiden sopimuskäytäntöjä uudelleenjärjestelymenettelytilanteisiin liittyen. Pankkilainamarkkinalla näyttäisi, kansainväliseen mallisopimuskäytäntöön perustuen, keskeisin tarve yritysten velkoihin kohdistuville lakiin perustuville uudelleenjärjestelymenettelyille liittyvän yllättäen erityisesti paremman luottokelpoisuuden, investment grade -yritysten, sopimusrakenteisiin. Näissä ei mallisopimusten käytäntöjen perusteella ole mahdollista toteuttaa sopimusperusteisesti uudelleenjärjestelymenettelyjä, joihin liittyy velkojan asemaan fundamentaalisesti vaikuttavia elementtejä. Non-investment grade -markkinan lainasopimuksissa puolestaan käytettävät sopimusmallit sisältävät mahdollisuuden muuttaa lainaehtoja kaikkia lainanantajia sitovasti vaaditulla kvalifioidulla määräenemmistöllä.

Pankkilainamarkkinaa vastaava tilanne on kyseessä joukkolainojen dokumentaatioiden osalta. Näissä markkinakäytäntö kuitenkin mahdollistaa, lisääntyvässä määrin myös investment grade -tasoisten liikkeeseenlaskijoiden, velkakirjanhaltijoiden kvalifioidun määräenemmistön tekevän kaikkia velkakirjanhaltijoita sitovan päätöksen fundamentaalisesti merkittäviin ehtoihin liittyen. Merkittävä käytännön ongelma saattaa kuitenkin näissä liittyä ehdoissa edellytetyn määräenemmistön saavuttamiseen, koska määräenemmistön prosenttiosuuden laskenta voi perustua kokouksessa edustettujen velkakirjojen sijaan koko lainan velkakirjahaltijoiden määrään. Tämä on käytännössä huomattavasti vaikeammin saavutettavissa oleva määrä.

Euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen collective action clause -rakenteessa hold out positio -asemien väärinkäyttö on sen sijaan estetty adekvaatilla tavalla sopimusperusteisesti. Valtioiden emissioiden osalta on edelleen huomioitava, että lainojen pääomamäärät ovat lähtökohtaisesti suuria ja

määräenemmistön (tai -vähemmistön) laskennassa käytetään yksittäisten emissioiden ohella myös lainojen sarjoihin perustuvia mekanismeja.

Valtion lainojen collective action clause -mekanismin voikin katsoa muodostavan hyvän vertailukohdan lakiin perustuvan velvoittavan uudelleenjärjestelymallin suunnitteluun. Toimivaa mallia mietittäessä on yritysten kohdalla tärkeä huomioida Scheme-tyyppisen mallin mahdollistavan myös yhtiön osakkeenomistajien oikeuksiin liittyvät järjestelyt. EU jäsenvaltioiden lainoista on hyvä huomioida erityisesti enemmistövaatimuksen perusteena olevan prosenttilaskennan mekanismi. Valtionlainojen enemmistö määritellään asiaa käsittelevään kokoukseen osallistuneista velkakirjanhaltijoista, ei koko lainan pääoman määrästä. Edellytetty kvalifioitu enemmistö on määritelty kahdeksi kolmasosaksi kokoukseen osallistuneista velkakirjanhaltijoista. Näitä molempia keskeisiä edellytyksiä on tarkoituksenmukaista käyttää vähintään hyvänä referenssinä mietittäessä lainsäädäntöä uudelleenjärjestelymenettelyiden osalta.

Euroalueen valtiolainojen yhtenäisessä ehtorakenteessa on edelleen erillinen kokousten päätösvaltaisuusraja, joka jatkettun kokouksen osalta on 25 prosenttia koko lainan pääomamäärästä. Näin varmistetaan, että päätöstä on tekemässä riittävän edustava joukko velkakirjanhaltijoita. Verrattuna kuitenkin erityisesti siihen edellä kuvattuun yksityisen rahoitussektorin käytäntöön, jossa ehdoissa on edellytetty määräenemmistöjen laskemista perustuen koko lainan pääomamäärään, sopimusperusteinen menettely valtionlainoissa on tässä suhteessa huomattavasti joustavampi. Todettakoon kuitenkin selvennyksenä, että uusimmissa yrityslainoissa on tunnut siirtyvän joustavampaan suuntaan edellä kuvatuissa äänestysrajoissa.

Vastaavaa kokousten päätösvaltaisuusrajaa ei tarvita lainkaan Scheme –tuomioistuinmenettelyn yhteydessä toteutettavissa kokouksissa, koska menettelyt ovat suoraan lakiin perustuvia.

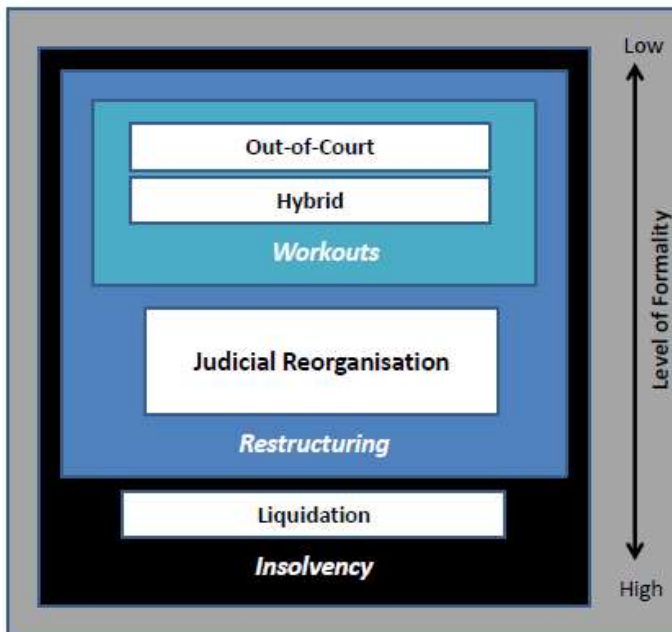
OSA III UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN OIKEUSTALOUSTIETEELLISET PERUSTELUT

1. Uudelleenjärjestelymenettelyn rakenteellinen arviointi vertailuna nykyisen lain mukaiseen tilanteeseen

1.1 Oikeustaloustieteellisen vertailun lähtökohdista

Eri maiden uudelleenjärjestelymenettelyjen oikeustaloustieteellinen vertailu on haastavaa, koska menettelyt poikkeavat rakenteiltaan toisistaan merkittävästi. Vertailu vaikeutuu vielä ennakoivien menettelyjen kohdalla, niiden huomattavasti perinteisiä insolvenssimenettelyjä laajemman käyttöalan vuoksi. Maailmanpankin työryhmä on kehittänyt insolvenssi-järjestelmiä suunnitteleville lainsäätäjille menetelmiä kuvata käytettävissä olevaa ”työkaluarsenaalia” uudelleenjärjestelymekanismeille. Oppaan kaaviossa kuvataan ensinnäkin tavoiteltavan ”formaliteetin” vaatimusta eri prosesseille. Keskeisenä ajatuksena on, että prosessin formaalisuuden määrän tulisi kasvaa siirryttäessä workout –tyyppisistä yksinkertaisista ennakoivista menettelyistä saneerausmenettelyihin ja lopulta konkurssimenettelyyn.

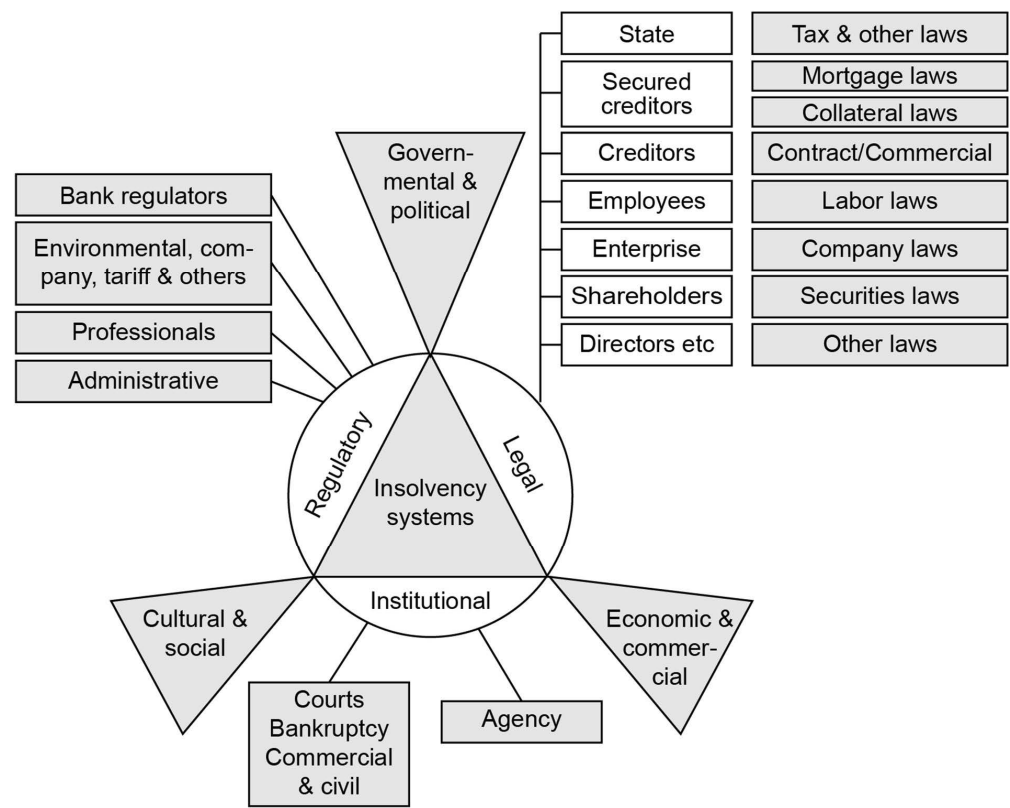
Kaavio 5. Insolvenssimenettelyihin liittyvän formaliteetin asteesta



Lähde: World Bank Group, a Toolkit for Out of Court Workouts, 2016, kuvalainaus s. 3.

Maailmanpankin työryhmän jäsen Mahesh Uttamchandani on vuoden 2008 artikkelissaan kuvannut insolvenssimenettelyjä niissä mukana olevien osapuolten ja regulaatiotasojen kannalta. Taulukkoon on koottu kaikki keskeiset intressitahot ja regulaatiotasot, joihin menettelyillä on lähtökohtaisesti vaikutusta.²⁰⁹

Kaavio 6. Insolvenssijärjestelmän viitekehys



Lähde: Mahesh Uttamchandani, Insolvency, restructuring and economic development: the World Bank’s benchmarking of Insolvency Systems, teoksessa Restructuring and Workouts, Globe Law and Business, 2008, kuvalainaus s. 18.

Kokonaisvaltaisessa insolvenssimenettelyssä prosessiin liittyy, tai on mahdollista liittyä, kaikki kaaviossa 6 kuvatut juridiset intressiryhmät sekä regulatiiviset ja institutionaaliset tasot. Ennakoivien menettelyjen

²⁰⁹ Mahesh Uttamchandani, Insolvency, restructuring and economic development: the World Bank’s benchmarking of Insolvency Systems, teoksessa Restructuring and Workouts, Globe Law and Business, 2008, s. 18.

osalta menettelyt rajautuvat merkittävästi, niissä on selkeästi vähemmän liitännäisiä osapuolia sekä eri regulaatio- ja instituutiotasoja. Mikäli formaalista menettelyä kyetään rajaamaan, kohdistuen menettely ainoastaan niihin osapuoliin, joiden oikeuksiin menettely suoraan vaikuttaa, tämä merkitsisi menettelyn yksinkertaistumista ja sen mukaisesti oikeustaloustieteen näkökulmasta menettelyn tehokkuuden lisääntymistä.

Mikäli menettelyt voidaan toteuttaa ilman, että niihin lain mukaan edellytetään liitettäviksi kaikkia tai edes merkittävää määrää edellä kuvattuja intressiryhmiä tai regulaatio- tai instituutiotasoja, sitä tehokkaammin menettely on toteutettavissa. Tehokkuuden voidaankin perustellusti argumentoida lisääntyvän käänteisesti; mitä vähemmän menettelyssä edellytetään olevan mukana intressiryhmiä ja regulaatio- tai instituutiotasoja, sitä tehokkaampi menettely on.

Ennakoivan menettelyn mahdollisuus vaikuttaa myös osapuolten asemaan prosessissa. Se vähentää opportunistista mahdollisuutta käyttää väärin niin kutsuttuja hold-out -positiota, eli mahdollisuutta estää esitettyjä uudelleenjärjestelytoimia vetoamalla sinänsä lakiin ja sopimukseen perustuvaan oikeusasemaan, mutta tosiasiallisesti heikentäen yrityksen sekä samassa asemassa olevien kanssavelkojen (tai –osakkaiden) asemaa.

Hold-out -position merkityksen ja myös sen taloudellisen arvon position haltijalle, voidaan puolestaan argumentoida kasvavan suhteessa yrityksen kokoon ja yrityksellä käytettävissä olevan oikeussuojamekanismin hyödyntämisen käytännön vaikutuksiin. Suomessa yrityksen ja sen merkittävien velkojen mahdollisuus suojautua hold-out -positiota hyödyntävää vähemmistövelkojaa vastaan tapahtuu nykyisen lain puitteissa hakeutumalla yrityssaneeraukseen yrityssaneerauslain mukaisesti. Mitä laajempi konserni on kysymyksessä ja mitä enemmän yrityksellä on kansainvälistä toimintaa ja tytäryrityksiä Suomessa ja erityisesti Suomen ulkopuolella, sitä haastavampaa on yrityssaneerauksen käytännön toteuttaminen. Haasteet aiheutuvat erityisesti menettelyyn liittyvistä velkojen maksu- ja perintäkieltomekanismeista, jotka koskevat lähtökohtaisesti myös konsernin sisäisiä saatavia. Pelkästään yrityssaneerausmenettelyn käynnistäminen Suomessa voi myös laukaista erilaisia maksukyvyttömyysmenettelyjä Suomen ulkopuolisissa konserniyhtiöissä. Verrattaessa tehokkuusnäkökulmasta kokonaisvaltaista yrityssaneerausmenettelyä vain yhteen samaehtoiseen velkaan kohdistettuun uudelleenjärjestelymenettelyyn, on jälkimmäinen merkittävästi edellistä tehokkaampi ja eron merkitys kasvaa edelleen yrityssaneerausmenettelyn kompleksisuuden johdosta yhtiön ja sen konsernin koon kasvaessa.

1.2 Vertailun haasteista

Komission ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä antaman direktiiviluonnoksen vaikuttavuusarvioinnissa korostetaan ennakoivien menettelyjen taloudellista merkittävyyttä. *“The later a business initiates restructuring proceedings, the higher the costs of restructuring and the lower the management powers and success rate.”*²¹⁰

Käytössä olevien menettelyjen vertailun haasteena, erityisesti EU alueella, on eri maiden järjestelyjen merkittävät erot. Tässä suhteessa Uudelleenjärjestelydirektiivi tulee parantamaan tilannetta. Direktiiviluonnoksen valmistelussa määritettiin neljä vaihtoehtoista periaatteellista lähestymismallia. Ensimmäinen malli olisi säilyttänyt eri jäsenmaissa *status quo* -perusteisesti nykyisen hajanaisen tilanteen. Toisessa mallissa olisi toteutettu EU:n kattava kokonaisvaltainen harmonisaatio ennakoivista uudelleenjärjestelymenettelyistä. Kolmantena vaihtoehtona olisi ollut luoda vaihtoehtoinen EU-menettely koskien järjestelyjä, joilla on ulottuvuus useisiin EU valtioihin. Lopulta päädyttiin kuitenkin esittämään neljättä mallia, joka asettaa vähimmäisvaatimuksia jäsenmaiden ennakoiville uudelleenjärjestelyille. Tätä voidaan perustellusti pitää hyvänä ratkaisuna, mutta samalla rakenteellisesti haastavana.²¹¹ Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivi tuleeikin aikaansaamaan kaikissa jäsenvaltioissa tarpeen analysoida olemassa olevia menettelyitä direktiiviin nähden, mahdollistaen myös direktiivin edellyttämää minimiharmonisaatiotasoa laajempien menettelyiden säätämisen, erityisesti yhtiöoikeuden puolella. Uudelleenjärjestelydirektiivin mukaisesti jäsenvaltioissa voi siis olla useita erilaisia menettelyjä, kunhan velallisella on mahdollisuus niihin turvautua.

1.3 Maksukyvyyttömyysoikeudellinen ja yhtiöoikeudellinen viitekehys ennakoiville menettelyille

Maksukyvyyttömyysoikeudellinen viitekehys on ollut ohjaamassa Uudelleenjärjestelydirektiivin säätämistä. Komission vaikuttavuusarvioraportissa viitataan erityisesti EU:n maksukyvyyttömyysasetukseen, jonka lähtökohdan mukaisesti jäsenmaa voi notifioida menettelyn komissiolle asetuksen mukaiseksi maksukyvyyttömyysmenettelyksi ainoastaan, jos se liittyy velallisen todennäköistä (uhkaavaa) maksukyvyyttömyyttä koskevaan menettelyyn.

Näyttäisi, että Uudelleenjärjestelydirektiivissä on maksukyvyyttömyysasetukseen perustuvalla todennäköisen tai uhkaavan maksukyvyyttömyyden edellytyksellä, ehkä jopa keinotekoisesti, pyritty varmistamaan maksukyvyyttömyysasetuksen soveltumista kaikkiin direktiivin mukaisiin menettelyihin, tunnistamatta mahdollisuutta laajentaa direktiivin käyttöaluetta vastaavasti, kuten esimerkiksi Scheme-

²¹⁰ EU Commission, Commission Staff Working Document, Impact Assessment accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.

²¹¹ Idem, s. 48-55.

menettely toimii Englannin oikeudessa tai Euroopan malliosakeyhtiölain on ajateltu toimivan eri jäsenmaissa.

Maksukyvyyttömyysasetuksen sekä uudistetun maksukyvyyttömyysasetuksen soveltumattomuus varhaisen vaiheen ennakoiviin menettelyihin on puolestaan erittäin perusteltu lähtökohta. Edellä käsiteltäessä Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettelyä todettiin, että menettely on tarkoituksellisesti jätetty maksukyvyyttömyysasetuksen ja uudelleenlaaditun maksukyvyyttömyysasetuksen ulkopuolelle, eikä sitä ole notifioitu niiden mukaisiksi menettelyiksi. Scheme-menettelyä on mahdollista käyttää myös tilanteissa, joihin ei välttämättä liity ”todennäköistä maksukyvyyttömyyttä”, tai ehkä paremminkin, tuomioistuimen ei tarvitse päätöksessään arvioida edellytyksen olemassaoloa.

Uudessa maksukyvyyttömyysasetuksessa sen soveltamisalaa sinänsä laajennettiin kattamaan yrityksen tervehdyttämiseen tähtäävät menettelyt, jotka käynnistetään todennäköisen (uhkaavan) maksukyvyyttömyyden perusteella ennen kuin yritys on maksukyvytön, sekä tietyn edellytyksin menettelyt, joissa velallinen säilyttää kokonaan tai osittain määräysvallan omaisuuteensa.²¹² Tässä on tärkeää huomata uuden maksukyvyyttömyysasetuksen vaatima menettelyn edellytys:

”Jos tässä kohdassa tarkoitettu menettely voidaan aloittaa tilanteissa, joissa maksukyvyyttömyys on ainoastaan todennäköistä, sen tarkoituksena on oltava välttää velallisen maksukyvyyttömyys tai tämän liiketoiminnan lopettaminen.”

Yhtiöoikeudelliset ennakoivat menettelyt eivät sisällä tätä edellytystä todennäköisestä (uhkaavasta) maksukyvyyttömyydestä, joten ne ovat asetuksen soveltamisalan ulkopuolella, vaikkakin niitä voidaan käyttää myös maksukyvyyttömyystilanteissa. Jälkimmäisessä tilanteessa niihin kuitenkin voi liittyä myös uudelleenjärjestelymenettelyn rinnalla toteutettava maksukyvyyttömyysmenettely, esimerkiksi Englannin oikeuden administration-menettely, joka puolestaan on maksukyvyyttömyysasetusten mukainen menettely.

Huolimatta siitä, että yhtiön velkoja koskevat ennakoivat uudelleenjärjestelymenettelyt poikkeavat ELI Study:n osoittamalla tavalla merkittävästi toisistaan, osan menettelyistä jäädessä täysin maksukyvyyttömyysmenettelyjen ulkopuolelle, on tärkeää pyrkiä vertaamaan menettelyjä yhtäältä niiden tehokkuuden ja toisaalta niiden oikeudenmukaisuuden näkökulmista. Oikeustaloustieteellinen tehokkuusvertailu eri menettelyjen rakenteellisista eroista on luontevimmin tehtävissä käytännön esimerkkien kautta. Seuraavissa jaksoissa arvioidaan kahden Scheme-menettelyn kannalta tyypillisen esimerkkitalanteen kautta Suomen nykyisen lain mukaista menettelyä, verraten nykytilannetta siihen, että Suomen yhtiöoikeuteen sisältyisi Euroopan malliosakeyhtiölain mukainen Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettely.

²¹² Oikeusministeriö, Mietintöjä ja Lausuntoja 31/2016, Uudelleenlaaditun maksukyvyyttömyysasetuksen edellyttämät lainsäädäntömuutokset, s. 15.

2. Vieraaseen pääomaan kohdistuvan menettelyn tehokkuusvertailu

2.1 Yksittäiseen velkajärjestelyyn liittyvä oikeussuojamenettely, joka toteutettu yrityssaneerausmenettelyn tai Scheme of Arrangement -menettelyn kautta

Seuraavassa tarkastellaan tilannetta, jossa yhtiöllä olisi järjestelytarve esimerkiksi lainamaturiteetin pidentämiseksi yhtiön yksittäiseen syndikoituun pankkilainaan liittyen, mutta yhtiön muihin velkoihin ei tarvitse niiden ehtojen mukaisesti tehdä mitään muutoksia. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi lähestyessä yhtiön keskeisen rahoituksen muodostavan syndikoidun pankkilainan maturiteettin eräpäivää, kun yhtiöllä on tarve lainan uudelleenrahoitukseen. Vaikka yhtiön pääomarakenne olisi edelleen täysin kunnossa, yhtiöllä voi olla rahoituksellisia vaikeuksia, jotka vaikeuttavat uudelleenrahoitusneuvotteluja.

Edellä käsiteltäessä markkinoilla käytettyjä sopimusperusteisia velvoittavia yhteistoimintamenettelyjä todettiin, että malleissa on usein rajattu fundamentaalisten muutosten tekeminen lainasopimuksen ehtoihin, mukaan lukien velan pääoman ja korkomarginaalin alentaminen tai laina-ajan pidentäminen, edellyttämään kaikkien lainantajien suostumusta. Suomen nykyisen lain perusteella yhtiö voi vaikeutuneissa rahoitusneuvotteluissa turvautua hakemaan yrityssaneerausta, jonka edellytykset useimmiten täyttyvät enemmistön velkojista kannattaessa menettelyä. Menettelyn haasteellisuus liittyy kuitenkin yrityssaneerauksen kokonaisvaltaisuuteen, menettelyn vaiheistus voi myös usein olla ajallisesti haasteellinen. Vaikka menettely olisi mahdollista toteuttaa yrityssaneerailain mukaisena nopeana saneerausohjelman vahvistamisena, yrityssaneeraus on kokonaisvaltainen, kaikkia yrityksen velkojia koskeva menettely. Nopean saneerausohjelman vahvistamisen edellytyksenä on YrSanL 92§:n mukaisesti, että on saatu kirjallinen hyväksyntä kaikilta sellaisilta yhtiön tunnetuilta velkojilta, joiden saatavat ovat velkojien saatavien kokonaismäärästä yhteensä vähintään 80 prosenttia, ja jokaiselta velkojalta, jonka saatavan määrä on vähintään viisi prosenttia velkojien saatavien kokonaismäärästä. Mitä hajautuneempi yrityksen rahoitusrakenne on, sitä vaikeampi on käytännössä toteuttaa nopeutetun menettelyn edellyttämä 80 prosentin velkojien hyväksynnän hankkiminen. Jos yrityksen vieraan pääoman pääasiallisina lähteinä on useita syndikoituja lainoja sekä joukkovelkakirjalainoja, näiden kaikkien velkojien kirjallisen hyväksymisen hankkiminen voi olla varsin haastava prosessi.

Tuomas Hupli on käsitellyt etukäteen neuvotellun saneerauksen mahdollisuutta ja viittaa siihen, että kannatusvaatimusta YrSanL 92§:ssä lievennettiin aikaisemman lain vaatimuksesta, jolloin siinä edellytettiin kaikkien tunnettujen velkojien hyväksyntää.²¹³ Kannatusvaatimusta on kuitenkin, erityisesti suurten tai julkisesti noteerattujen yhtiöiden kohdalla, pidettävä nykyiselläänkin erittäin korkeana ja tarpeettomana, koska ehdotus tulee joka tapauksessa tuomioistuimen arvioitavaksi.

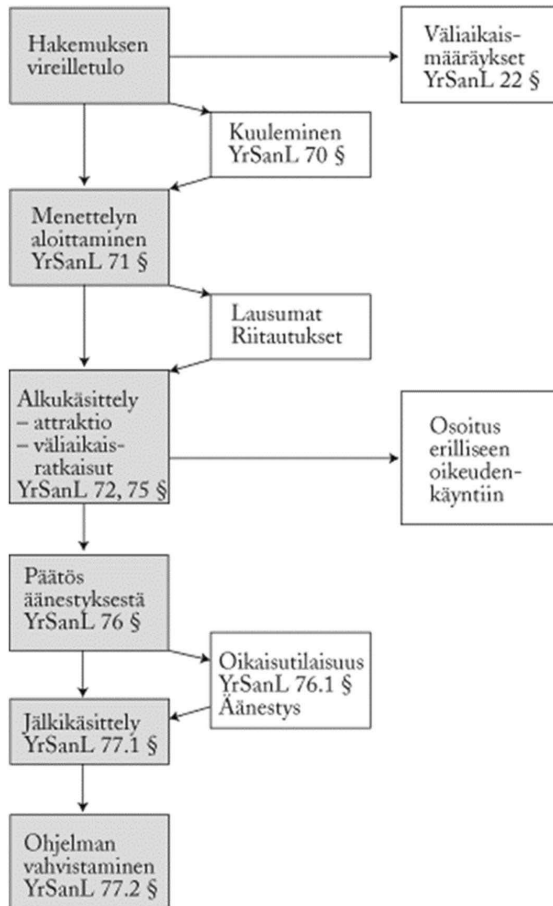
Mikäli yhtiöllä on osana rahoitustaan joukkovelkakirjalainoja, joiden määrä ylittää 20 prosenttia yhtiön velkojen määrästä, tulee yhtiön lähestyä myös kaikkia velkakirjojen haltijoita. Lisäedellytys, että menettelyssä ei myöskään voi olla yhtään vastustavaa velkojaa, jonka saatavan kokonaismäärä edustaa

²¹³ Tuomas Hupli, Epätyypilliset saneeraukset, Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 2012, s. 50-51.

vähintään viisi prosenttia velkojen saatavien kokonaismäärästä, synnyttää myös hold-out -position estää nopeutettu menettely kaikille niille velkojille, joiden saatava on vähintään tämän suuruinen.

Mikäli edellytyksiä nopeutetulle menettelylle ei ole olemassa, tapahtuu saneerausmenettely seuraavan kaavion mukaisessa järjestyksessä.

Kaavio 7. Saneerausmenettelyn pääpiirteittäinen kulku



Lähde: Koulu, Uudistettu yrityssaneeraus, WSOY 2007, kuvailinaus s. 26.

Vaikka yrityssaneerausmenettely olisi valmisteltu hyvin etukäteen, on kysymyksessä joka tapauksessa useiden kuukausien mittainen menettely, ennen kuin saneerausohjelma voidaan vahvistaa. Menettelyn aikana kaikkiin yhtiön velkoihin kohdistuu YrSanL 17 § mukainen maksukielto, lukuun ottamatta 18 § määriteltyjä poikkeuksia. Vastaavasti yhtiön velat ovat YrSanL 19 § mukaisen perintäkiellon piirissä. Käytännön tilanteissa potentiaaliset hankaluudet liittyvät menettelyn aikaiseen toiminnan järjestämiseen

emon konserniyhtiöiden kanssa, joiden saatavat yhtiöltä ovat myös lähtökohtaisesti lain edellyttämän maksu- ja perintäkiellon piirissä. Yhtiöillä on myös usein yhteisiä konsernitilijärjestelyjä, joihin sisältyy keskinäisiä luottomahdollisuuksia. Näiden toimivuutta on myös yrityssaneerauksessa harkittava huolellisesti.

Scheme of Arrangement -menettelyssä vastaava, yksittäiseen syndikoituun pankkilainaan kohdistuva uudelleenjärjestely voidaan toteuttaa yrityssaneerausmenettelyyn verrattuna merkittävästi yksinkertaisemman ja ennakoitavamman mekanismin kautta. Scheme-menettelyyn liittyy kolmivaiheinen mekanismi: hakemuksen toimittaminen tuomioistuimelle ja siihen liittyvä tuomioistuimen ensimmäinen käsittely, velkojakokouksen(kokousten) koollekutsuminen ja järjestäminen sekä tuomioistuimen vahvistuskäsittely. Vahvistamisen jälkeen Scheme-tuomio voidaan rekisteröidä, minkä jälkeen se saa oikeusvoiman myös menettelyä vastustaneita kohtaan. Kokeneiden tuomareiden käsittelyssä hyvin ennakolta valmistellut menettelyt voidaan toteuttaa kuukausien sijaan viikoissa, jopa päivissä. Tätä käsittelyn nopeuttakin merkittävämpi ero kuitenkin on, että menettely ei aiheuta mitään häiriötä yhtiön normaaliin liiketoimintaan tai mihinkään muihin yhtiön sopimussuhteisiin, mikäli muiden velkojien asemaan ei menettelyssä puututa. Scheme-menettelyn tehokkuus verrattuna holistiseen yrityssaneerausmenettelyyn on ilmeinen. Esimerkin yhtiön syndikoidun lainan ehtojen muutos voidaan toteuttaa nopeasti ja yksinkertaisesti, ilman häiriötä yhtiön muulle toiminnalle.

2.2 Menettelyjen oikeudenmukaisuus

Yksinkertainen menettelyn tehokkuutta kuvaava vertailu edellyttää rinnalleen menettelyn oikeudenmukaisuuden tarkastelua.

Keskeinen oikeustaloustieteellinen kysymys kansainvälisessä insolvenssioikeudessa liittyy toisaalta velkojan täytäntöönpanointressin toteuttamiseen ja toisaalta yrityksen saneeraus- eli elvytysintressiin. Hupli korostaa perustellusti, että näiden kahden intressin vastakohta-ajattelun periaatteellista relevanssia ei ole syytä kiistää.²¹⁴ Yhtä relevanttina tulee kuitenkin pitää ajatusta, jonka mukaisesti saneerausintressillä voidaan edistää täytäntöönpanointressin toteutumista, koska yrityksen talouden ja liiketoiminnan rationaalisesti suunniteltu uudelleenjärjestely voi johtaa myös velkojien kannalta toivotumpaan tulokseen.

Tuomas Hupli viittaa erityisesti Douglas Bairdin ja Thomas Jacksonin tutkimuksiin ja heidän saneerauslainsäädäntöön liittyvään kritiikkiin, todeten heidän olevan selkeästi täytäntöönpanointressin puolustajia. Kollektiivinen insolvenssioikeus on heidän lähtökohdistaan velkojien oikeutta. Olipa kyseessä perinteinen likvidaatio tai moderni saneeraus, kyse on velkojien keinoista oikeuksien toteuttamiseksi tai velkojien hyödyn maksimointimallista. Tiivistetysti Hupli kuvaa Jacksonin ja Bairdin ajattelua yrityksen insolvenssioikeuden talousrationaaliseksi perusteiksi ja näille perusteille rakentuvaa järjestelmää yrityksen insolvenssioikeuden *taloudellisrationaaliseksi teoriaksi*.²¹⁵

²¹⁴ Tuomas Hupli, Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 2004.

²¹⁵ Ibid, s. 57-64.

Vastapainoksi talousrationaaliselle teorialle on kehittynyt *arvorelatiivinen argumentaatio*, jonka keskeisinä kehittäjinä pidetään Elisabeth Warrenia ja Donald Karobkinia. Erityisesti Karobkin arvoperusteisen mallin lähtökohtana on väite, että talousrationaalinen teoria on erehtynyt ongelmanasettelussaan katsoessaan insolvenssioikeuden kohteeksi pelkästään saatavien tehokkaan kollektiiviperinnän. Arvoperustainen malli näkee problematiikan selvästi laajempaan: kollektiivisen insolvenssioikeuden perusongelma on yrityksen taloudellinen ahdinko (financial distress) – eikä ainoastaan taloudellisena, vaan myös moraalisenä, poliittisena, henkilökohtaisena ja sosiaalisena ongelmana. Taloudellinen ahdinko ei herätä ainoastaan kysymystä siitä, mitä velkojien tulee tehdä saataviensa tehokkaaksi perimiseksi, vaan tämän ohella on kysyttävä, mitä yritys voi ja mitä sen kannattaa tehdä itse. Myös taloudellisessa kriisissä oleva yritys on siten enemmän kuin sille kuuluva omaisuus. Tiivistäen, kun talousrationaalinen teoria pitää kriisiyritystä vain (passiivisena, staattisena) lainanantajien objektina, arvorelatiivinen teoria näkee yrityksen myös (aktiivisena, dynaamisena) subjektina.²¹⁶

Karobkinin omana kuvauksena arvoperusteisen järjestelmän ulottuvuudesta:

*"As an alternative to the economic account, this Article offers a competing normative explanation of bankruptcy law, which I shall call the "value-based account." Unlike the economic account, the value-based account seeks to explain bankruptcy law in all its dimensions. The value-based account thereby answers Baird's challenge, both identifying what truly makes bankruptcy law distinct and vindicating bankruptcy law as the rich and complex system that it is."*²¹⁷

Tämän tutkimuksen painopiste ei liity niinkään oikeudenmukaiseen saatavien maksujärjestykseen eri menettelyissä esimerkiksi niin kutsutun absolute priority rule -periaatteen mukaisesti, vaan keskittyy tietyn velkoja- tai osakkeenomistajaluokan sisäiseen dynamiikkaan, erityisesti luokan vähemmistön hold-out -position hyväksikäyttämisen mahdollisuuden rajoittamiseen. Vastaavasti talousrationaalisen teorian ja arvorelatiivisen argumentaation välisellä akselilla tutkimuksen teema lähestyy paremmin talousrationaalista näkökulmaa, perustuen siihen, että tehokkuusnäkökulmasta selkeän enemmistön kannan kunnioittaminen uudelleenjärjestelytilanteissa on edelleen omiaan edistämään taloudellista tehokkuutta. Scheme-menettely kuitenkin edistää perustellusti myös arvorelatiivisia periaatteita, parantaen erityisesti edellytyksiä yritystoiminnan jatkuvuudelle ja sitä kautta laajemmin työllisyyden ja taloudellisen kehityksen edistämiseksi.

Sarah Paterson kehottaa artikkelissaan arvioimaan uudelleen maksukyvyttömyys-oikeuden teoriaa 2000-luvulla perustuen myös rahoitusmarkkinoiden kehitykseen. Hän kuitenkin toteaa sekä yhdysvaltalaisen että brittiläisen mekanismin toimivan lähtökohtaerostaan huolimatta hyvin:

"It is suggested that the English market provides powerful evidence for this because, notwithstanding the fact that no moratorium is available in schemes of arrangement, there is no clarion call for a moratorium to be introduced. The English approach of a smorgasbord of procedures, which financial creditors can choose between, appears to have operated well in the financial crisis, and the US approach of a single gateway which all financially distressed companies

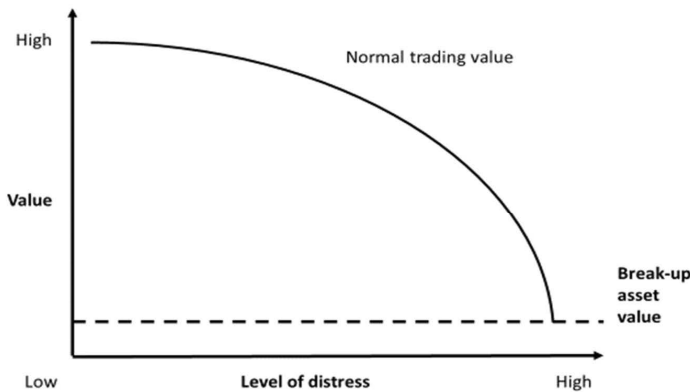
²¹⁶ Ibid, s. 59.

²¹⁷ Donald R. Korobkin, Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy, 91 Colum. L. Rev. 717 (1991), s. 721.

must squeeze through, does not appear to be necessary in order to enable viable businesses to continue to trade. Thus the first thing we might do is impose an analytic divide between the role of corporate bankruptcy law when the market does not see a restructuring surplus (which we shall call an insolvency) and the role of corporate bankruptcy law when it does (which we shall call a restructuring). We might then consider whether different roles have developed for corporate bankruptcy law in large and larger mid-cap cases in the two situations." ²¹⁸

Kysymys eri velkojaluokkien ja osakkaiden keskinäisen aseman määräytymisestä maksukyvyyttömyysmenettelyissä liittyy keskeisesti yrityksen arvonmäärittämiseen. Arvonmäärittämiseen liittyy aina merkittävä määrä subjektiivisuutta ja sen haasteellisuus vielä korostuu merkittävästi taloudellisissa vaikeuksissa olevien yritysten kohdalla. Beveridge – Hemming – Smith ovat artikkelissaan kuvanneet oheisen kaavion mukaisesti taloudellisissa vaikeuksissa olevan yrityksen ja siihen liittyvän arvonmäärittämisen relatiivisuutta. Sitä mukaa kun yrityksen taloudelliset vaikeudet kasvavat, yrityksen arvo laskee kiihtyvällä intensiteetillä kohdaten (ja alittaen) lopulta yhtiön varallisuuden arvon. Muiden tekijöiden ohella kiihtyvää arvonalentumista selittää erityisesti odotukset merkittävistä uudelleenjärjestelyyn liittyvistä kustannuksista ja epävarmuudesta.²¹⁹

Kaavio 8. Yhtiön arvostuksen ja taloudellisen ahdingon välinen riippuvuus



Lähde: A.Beveridge, P.Hemming, G.Smith, Valuation of distress businesses, Strategies for Maximising Value, Ben Larkin, Globe Business Publishing Ltd, 2008, kuvalainaus s. 79.

²¹⁸ Sarah Paterson, Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century, Oxford Journal of Legal Studies, Vol 36, No. 4 (2016), s. 697-723.

²¹⁹ A.Beveridge, P.Hemming, G.Smith, Valuation of distress businesses, Strategies for Maximising Value, Ben Larkin, Globe Business Publishing Ltd, 2008, s. 79.

Tekijöinä, jotka taloudellisissa ongelmatilanteissa vaikuttavat suoraan negatiivisesti yhtiön arvonmääritykseen mainitaan luottoehtojen heikentyminen, käyttöpääoman saatavuuden heikentyminen, korkeammat rahoituskustannukset, tase-erien arvostaminen pakkomyynnin lähtökohdista, ulkopuoliset konsultaatio-kustannukset, investointimahdollisuuksien puuttuminen, johdon keskittyminen lyhytjänteisiin kysymyksiin, häiriöt päivittäisessä liiketoiminnassa sekä yhtiön intressitahojen väliset konfliktit.²²⁰

Kaaviosta näkyy yrityksen arvonmääritykseen liittyvä merkittävä haasteellisuus taloudellisissa ongelmatilanteissa. Komission Direktiiviehdotukseen liittyvien vaikuttavuusselvitysten mukaisesti ennakoivat uudelleenjärjestelymenettelyt vähentävät järjestelyihin liittyvää epävarmuutta ja kustannuksia sekä tuovat yrityksen kaikille keskeisille intressitahoille lisäarvoa, vähentäen Beveridge (ym.) kuvaamaa yrityksen arvostukseen liittyvää painetta.

Tuomas Kuusela on verrannut tutkimuksessaan yrityssaneerausmenettelyn ja Scheme of Arrangement -menettelyn taloudellista oikeudenmukaisuutta. Kun Scheme-järjestelyä käytetään itsenäisesti ilman rinnakkaista maksukyvyttömyysmenettelyä, se perustuu sen kohteena olevien tarkasti määritettyjen velkojaryhmien korkea-asteisten enemmistöjen (75 %) päätökseen. Järjestelyssä on keskeistä, että tuomioistuin antaa ammattimaisten rahoittajien näkemykselle järjestelyn taloudellisesta edullisuudesta keskeisen merkityksen. Epävarmojen arvonmäärityskysymysten ratkaisemisen sijaan tuomioistuimen roolina on varmistaa, että uudelleenjärjestelyyn liittyvää päätösvaltaa käytetään oikeuksiltaan tarpeeksi homogeenisina ryhminä. Lisäksi se tarjoaa eri etutahoille foorumin, jossa väitteitä velkojen päätöksentekoon vaikuttaneista eriävistä taloudellisista intresseistä voidaan käsitellä.²²¹

3. Vieraaseen pääomaan kohdistuvien ennakoivien järjestelyjen haasteet ja niiden huomiointi

Ennakoivan uudelleenjärjestelymenettelyn omaksuminen toisesta valtiosta tulevana ”oikeussiirrännäisenä” on haasteellista mietittäessä menettelyn yhteensovittamista nykyisen lain mukaisten menettelyjen, erityisesti yrityssaneerauksen kanssa.

Keskeisten yhteensovittamiseen liittyvien kysymysten hahmottaminen edellyttää ensinnäkin Suomen nykyisen insolvenssimenettelyjen järjestelmän kuvaamista. Suomen oikeudelle on ominaista, että lakisääteinen saneeraus hahmotetaan konkurssi-instituution kautta. Koulu kuvaa konkurssin olevan ensinnäkin insentiivi, sillä saneeraus tapahtuu ”konkurssin varjossa”. Konkurssin riski pakottaa omistajan ja velkojat myötävaikuttamaan yrityksen tervehtyttämiseen. Konkurssi muodostaa myös saneerausmenettelyn oikeutuksen, justifikaation. Yrityksen arvoa tuhoavan konkurssin rinnalle tarvitaan

²²⁰ Idem, s. 79-80.

²²¹ Tuomas Kuusela, Kriisiyhtiön rahoitusrakenteen tehokas ja oikeudenmukainen uudelleenjärjestely -Tulisiko Suomeen ottaa vaikutteita Ison-Britannian scheme of arrangement -järjestelystä?, Helsingin Yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, Pro Gradu, 2017.

arvoa säilyttävä saneeraus. Kun kaikki sujuu lainsäätäjän tarkoittamalla tavalla, elinkelpoinen yritys päätyy saneeraukseen. Yrityksen ongelmat ratkaistaan, ja se jatkaa kunnostettuna toimintaansa, ainakin seuraavaan kriisiin saakka. Aina tavoite ei onnistu, vaan järjestelmä sallii kahdenlaisia virheitä. Ykköstyypin virheessä elinkelpoinen yritys asetetaan konkurssiin. Tämä on kohtalokas seuraus etenkin yrityksen omistajalle, hänen menettäessä yrityksensä, vaikkakin käytännössä liiketoiminta useimmiten jatkuu, joko sellaisenaan uuden omistajan nimissä tai sulautuneena toiseen yritykseen. Myöskään velkojien saama suoritus eli jako-osuus ei välttämättä ole pienempi kuin mitä he olisivat saaneet saneerausvaihtoehdossa. Konkurssilla ei tällöin ole mainittavia yhteiskunnallisia tai kansantaloudellisia haittavaikutuksia. Näissä ihannetapauksissakin konkurssi tosin häiritsee yrityksen normaalia toimintaa. Kakkostyypin virheessä elinkelvoton yritys taas saa saneerauksen edun. Saneeraukseen uhratut kustannukset ja vaiva menevät hukkaan, koska yritys ei ole tervehdytettävissä. Saneeraus pelkästään lisää kustannuksia (jotka taas pienentävät velkojien jako-osuuksia) ja viivyyttää väistämätöntä konkurssia. Kakkostyypin virhe on kuitenkin vähäisempi paha kuin elinkelpoisen yrityksen ajautuminen konkurssiin; niinpä insolvenssimenettelyjen järjestelmässä yleensä hyväksytään tällaisten virheiden kohtuullinen esiintyminen.²²²

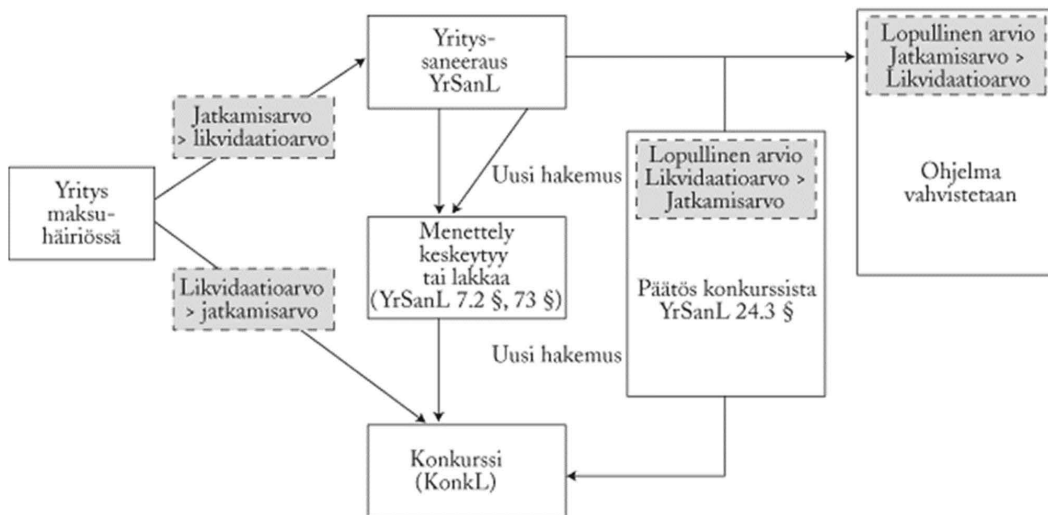
Kaaviossa 9 on kuvattuna nykyinen järjestelmämme Koulun esittämässä muodossa. Maksuhäiriötilanteessa tulee lähtökohtaisesti mahdolliseksi kaksi erillistä menettelyä, saneeraus tai konkurssi, riippuen siitä, onko yhtiön jatkamisarvo suurempi kuin likvidaatioarvo, vai päinvastoin. Suomen järjestelmää kuvataankin erillisten insolvenssimenettelyjen järjestelmäksi vastakohtana joissakin Euroopan maissa, esimerkiksi Saksassa, käytössä oleville yhtenäismenettelyille. Jälkimmäisissä on vain yksi menettelymatriisi, jossa on likvidaatiovaihtoehto ja rehabilitaatio (saneeraus) vaihtoehto. Tällöin mahdollinen ”väärin” valittu ura voidaan muuttaa menettelyn myöhemmässä vaiheessa toiseksi.

Suomalainen erillismenettelyjen järjestelmä on vahvasti hakijaohjautuva. Valta valita eri menettelyjen välillä on lähtökohtaisesti hakijalla. Tuomioistuimien voi vain joko hyväksyä tai hylätä hakemuksen, mutta ei voi ohjata hakijaa mielestään oikealle linjalle. Liiketaloudellisista lähtökohdista teoria edellyttää hakijan antavan liiketaloudellisen arvion vaikuttaa päätöksentekoonsa. Ratkaiseva rooli on yrityksen arvolla, etenkin sen likvidaatio- ja jatkamisarvon välisellä vertailulla. Klassisessa likvidaatiokonkurssissa likvidaatioarvo saadaan, kun yrityksen toiminta loppuu ja sen koko omaisuus myydään. Jatkamisarvossa yrityksen toiminta jatkuu, ja arvo muodostuu vastaisista tuotto-odotuksista. Tämä arvo toteutuu lähtökohtaisesti ainoastaan rehabilitoimalla yritys, ts. saneerausmenettelyssä. Normaalisti jatkamisarvo on korkeampi, koska siinä pystytään hyödyntämään myös aineettomat arvot. Aina näin ei ole, yrityksen liikeidea saattaa olla epäonnistunut ja kassavirta negatiivinen, jolloin toiminnan jatkamisessa ei ole mieltä. Mikäli jatkamisarvo on korkeampi kuin likvidaatioarvo, insolvenssimenettelyn hakijan, oli se velallisyritys itse tai sen velkoja, kannattaa hakea saneerausmenettelyä. Muussa tapauksessa konkurssi on liiketaloudellisesti järkevämpi vaihtoehto.²²³

²²² Koulun, 2007, s. 3-15.

²²³ Idem, s. 15.

Kaavio 9. Insolvenssimenettelyihin ohjautuminen



Lähde: Risto Koulu, Uudistettu yrityssaneeraus, 2007, WSOY, kuvailaus s. 15.

Kun edellä kuvattuun, nykyisin käytössä olevaan erillisten insolvenssimenettelyjen järjestelmäämme yhdistetään yhtiöoikeudellinen ennakoiva uudelleenjärjestelymenettely, järjestelmien yhteensovittamiseen liittyvät seikat nousevat keskeisiksi kysymyksiksi. Ennakoiva uudelleenjärjestely voidaan toteuttaa jo ennen varsinaista (tai todennäköistä) maksuhäiriötilannetta, mutta toisaalta ennakoiva uudelleenjärjestelymenettely voidaan edelleen katsoa perustelluksi olemaan (rinnakkaisena) mahdollisuutena myös osassa kaavion mukaisesti määräytyvissä maksukyvyttömyysmenettelyissä. Erityisesti näin voidaan katsoa olevan yhtiön osakkeisiin liittyvien järjestelyjen kohdalla.

Englannin järjestelmässä Scheme-menettelyä voidaan käyttää sujuvasti joko pelkästään ennakoivana menettelynä tai yhdistettynä samassa prosessuaalisessa menettelyssä toteutettavan insolvenssimenettelyn kanssa. Vastaavasti Suomen oikeudessa voisi ajatella saneerausmenettelyn ja yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn voivan toimia ainakin osittain myös yhdistetyssä prosessuaalisessa menettelyssä. Keskeinen kysymys järjestelmien yhteensovittamisessa liittyy kuitenkin Scheme-menettelyn luokkajakoa koskevaan mekanismiin, joka poikkeaa lähtökohtaisesti YrSanL mukaisesta velkojaluokkajaosta.

Scheme of Arrangement -menettelyssä velkojen tai osakkeiden luokkajakoa koskevat periaatteet ovat varsin kehittyneet ja toimivat hyvin erityisesti menettelyyn liittyvistä oikeussuojalähtökohdista. Menettelyn luokkajakoa koskevien periaatteiden mukaisesti erillisen äänestysissä sovellettavan velkoja- tai osakkeenomistajaluokan muodostavat velkojat tai osakkeenomistajat, joiden oikeudet ("rights") ovat toisistaan poikkeavia, mutta eivät ryhmät, joiden etunäkökohdat ("interests") ovat poikkeavia.

Yrityssaneerausmenettelyssä velkojaryhmäjako koskevat periaatteet sisältyvät YrSanL 51 §:ään. Jako ryhmiin tehdään ohjelmaehdotuksen esittäjän, käytännössä selvittäjän ehdotuksesta, mutta varsinaiset velkojaryhmät on säädetty YrSanL 51.3 §:ssa. Tämän perusteella velkojat jaetaan (i) vakuusvelkojiin, (ii) yrityskiinnitysvelkojiin, (iii) vakuudettomiin julkisoikeudellisiin velkojiin, (iv) muihin vakuudettomiin velkojiin ja (v) VMJL 6 §:n mukaisiin viimesijaisiin velkojiin, kukin omaan ryhmäänsä. Vakuusvelaksi lasketaan lain merkityksessä velka velallisyhtiön siitä antaman tehokkaan esinevakuuden kattaman arvon osalta. Näin ollen velkoja, jolla on vakuus saatavalleen, mutta, jonka vakuuden arvo ei kata koko saatavan arvoa, kuuluu sekä vakuudellisten että vakuudettomien velkojen ryhmään.

Velkojaryhmien määräytyminen poikkeaa merkittävästi YrSanL:n mukaisessa menettelyssä ja mahdollisessa uudessa yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä. Edellisessä määritys perustuu kategorisesti lain mukaisiin ryhmiin, jälkimmäisessä harkinnanvaraisesti todellisiin oikeuksiin. Menettelyjen yhteensovittamisen kannalta ehkä luontaisin lähtökohta on, että mikäli oikeudelle jätetään vireillä olevan yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn aikana hakemus yhtiön yrityssaneeruksesta, uudelleenjärjestelymenettely lähtökohtaisesti keskeytyy tai jää sille, ellei tuomioistuimien katso perustelluksi tästä poiketa. Yrityssaneerausmenettelyyn liittyen voi kuitenkin olla tarkoituksenmukaista käsitellä yhtiön osakkeisiin kohdistuvaa uudelleenjärjestelymenettelyä yrityssaneerausmenettelyyn liittyvässä yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä. Tuomioistuimelle voi olla hyvä varata harkintavaltaa esimerkiksi estää yrityssaneerashakemuksen käyttämistä keinona jo pitkällä olevan, samaan tai samoihin velkoihin kohdistuvan uudelleenjärjestelymenettelyn toteutumisen estämiseen. Tällöin voitaisiin katsoa perustelluksi olevan mahdollista lykätä yrityssaneerausmenettelyn aloittamista, kunnes kysymys on uudelleenjärjestelymenettelyssä ratkaistu.

Erillinen kysymys kuitenkin on, nähdäänkö nykyiset YrSanL:n mukaiset velkojaryhmien muodostamista koskevat säädökset edelleen toimivina. Kuuselan mukaan Scheme of Arrangement -järjestelyn ryhmäjako vaikuttaa taloudellisesti huomattavasti oikeudenmukaisemmalta ja rationaalisemmalta kuin Suomen yrityssaneeruksen vastaava järjestely. Yhdistelmä, jossa otetaan huomioon: (i) järjestelyehdotuksen mukaan kokonaisjärjestelyssä saatavat oikeudet ja (ii) vertailuopin mukaiset oikeudet, jotka realisoituisivat vaihtoehtomenettelyssä, edistää homogeenisten velkojaryhmien muodostumista. Lisäksi, koska rahoitus sopimukset on dokumentoitu tarkasti, tuomioistuimien pystyy tulkitsemaan oikeusasemia objektiivisesti. Järjestelyn tosiasiallisiin oikeuksiin perustuva ryhmäjako siis hyödyntää tuomioistuinta sellaisessa menettelykohdassa, jossa se on järkevää. Ryhmäjako ei kuitenkaan tehdä Scheme of Arrangement -järjestelyssä tehokkuuden kustannuksella ja siksi äänestysvaiheessa pienillä oikeusasemien eroilla ei ole merkitystä. Suomen yrityssaneeruksessa ryhmäjako perustuu kaavamaisempaan luetteloon. Lisäksi tavallisen ja vakuusvelan arvonmäärityspäätös rajankäynti johtaa siihen, että tuomioistuimien ratkaisee tosiasiallisesti arvonmäärityskysymyksiä. Jos kysymys on vakuusomaisuudesta, johon liittyviä tulevaisuuden odotuksia on haastavaa arvioida, tuomioistuimien kohtaa siis yleisen arvonmääritykseen liittyvän epävarmuuden jo ryhmäjakovaiheessa. Lisäksi oikeuksien muuttuminen velkajärjestelyn seurauksena vaikuttaa jäävän huomiotta yrityssaneeruksen velkojaryhmiä muodostettaessa. Toisaalta on selvää, että yrityssaneeraukseen on ollut pakko ottaa kaavamaisempi ja vähemmän joustava

ryhmäjako, kun saneerausohjelmaan sisällytetään lähtökohtaisesti yhtiön kaikki velkojat.²²⁴ Pidän tutkimukseni lähtöoletuksena yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn synkronoimista suomalaisen järjestelmään nykyisen YrSanL:n pohjalta.

4. Osakkeisiin kohdistuvien menettelyjen tehokkuusvertailu

4.1 Erityisistä lähtökohdista vertailuun

Yhtiön osakkeisiin kohdistuva uudelleenjärjestelymahdollisuus erottaa keskeisimmin Scheme-menettelyn muista, pelkästään yhtiön velkoihin kohdistuvista menettelyistä. Osakkeisiin kohdistuva järjestelymahdollisuus edellyttää lähtökohtaisesti yhtiön osakkaiden merkittävän enemmistön myötävaikuttamista järjestelyyn Scheme-menettelyä koskevien äänestysääntöjen mukaisesti. Keskeinen piirre Scheme-menettelylle on, että kaikkia osakkaita sitova osakkaiden kannanmuodostus voidaan tehdä, riippumatta siitä, onko omistus vielä siirtynyt uudelle omistajalle. Julkisiin yhtiöihin kohdistuvissa ostotarjousmenettelyissä tämän mahdollisuuden olemassaolo on erittäin keskeinen ja hyödyllinen mekanismi, joka edellyttää mekanismin synkronointia varsinaisia julkista ostotarjousta koskevien sääntöjen kanssa erityisesti silloin, kun samassa kohteessa saattaa olla useampia tarjoajia.

Nykyään yhtiön niin kutsuttu takeover-menettely voidaan toteuttaa joko OYL 16 luvun mukaisena sulautumismenettelynä tai osakeoston kautta tapahtuvana menettelynä. Kohdeyhtiönä voi olla yksityinen yhtiö, julkinen yhtiö, jälkimmäisten osalta myös julkisella markkinalla listattu pörssi-yhtiö. Sekä yksityisen yhtiön että julkisen yhtiön osakkeet voivat olla myös monenkeskisen kaupankäyntimenettelyn piirissä, mistä aiheutuu myös erityisiä edellytyksiä osakeostomenettelylle. Tässä vertaillaan yksinkertaisuuden vuoksi Suomen nykyisen lain mukaan toteutettavaa pörssi-yhtiöön kohdistuvaa ostotarjousmenettelyä tilanteeseen, jossa ostotarjous toteutettaisiin Suomen lakiin lisätyn yhtiöoikeudellisen Scheme of Arrangement -menettelyn kautta.

EU:n alueella on pyritty yhdenmukaistamaan keskeisiä julkisia ostotarjouksia koskevia menettelyjä. Suomessa Euroopan parlamentin ja neuvoston julkisista ostotarjouksista antama direktiivi (2004/25/EY) on saatettu voimaan pääosin arvopaperimarkkinalain säännöksiin. Julkisia ostotarjouksia koskevat säännökset sisältyvät arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 lukuun, joka sääntelee sekä vapaaehtoisia että pakollisia ostotarjouksia. Säännökset koskevat ostotarjousdirektiivin edellyttämällä tavalla tarjousta, joka tehdään Suomessa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista tai edellä mainittuihin arvopapereihin oikeuttavista arvopapereista.

AML 11:28:n mukaan pörssi-yhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän

²²⁴ Kuusela, 2017, s. 62.

arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi. Toimielin voi antaa hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi myös muita arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa ja siihen liittyviä yhtiöoikeudellisia kysymyksiä koskevia suosituksia. Toimielin voi antaa näistä kysymyksistä myös lausuntoja. Arvopaperimarkkinayhdistys ry toimii edellä mainittuna arvopaperimarkkinalain mukaisena toimielimenä ja on antanut menettelytavoista suosituksen (jäljempänä ”Ostotarjouskoodi”).²²⁵ Ostotarjouskoodi käsittelee keskeiset julkisissa ostotarjouksissa esiin tulevat kysymykset. Verrattaessa nykyisen lainsäädännön mukaista ostotarjousmenettelyä Scheme-menettelyn kautta toteutettavaan menettelyyn, tulevat arvioitavaksi myös keskeiset Ostotarjouskoodin käsittelemät tilanteet; uutta lainsäädäntöä mietittäessä tulee huomioida tarve päivittää vastaavilta osin myös Ostotarjouskoodia.

Britanniassa Ostotarjouskoodia vastaava sääntely sisältyy dokumenttiin ”The City Code on Takeovers and Mergers” (the ”Code”).²²⁶ Coden kuvauksen mukaisesti sen tarkoituksena on vahvistaa parhaita käytäntöjä yritysjärjestelyihin liittyen:

”The Code has been developed since 1968 to reflect the collective opinion of those professionally involved in the field of takeovers as to appropriate business standards and as to how fairness to shareholders and an orderly framework for takeovers can be achieved.”²²⁷

Mietittäessä Suomen osalta tarvetta Ostotarjouskoodin päivittämiseen Ison-Britannian Takeover Coden Scheme of Arrangement -menettelyä koskevat osat toimivat luontaisesti relevanttina mallina. Codessa käsitellään Scheme-menettelyä muun muassa liittyen tarjousaikaa koskevaan määrittelyyn; Scheme-menettelyn toteuttaminen edellyttää mahdollisen kilpailevan tarjouksen asianmukaista käsittelyä yhtiön kokouksissa. Coden keskeinen lähtökohta on, että mikäli yksi tai useampi tarjous perustuu Scheme-menettelyyn, tulee osapuolten konsultoida käytännön menettelyissä ohjeistusta antavaa Takeover Panelia erityisesti menettelyn aikatauluun liittyvistä kysymyksistä.

4.2 Tehokkuusvertailu nykyisen lainsäädännön puitteissa toteutettavan takeover-menettelyn sekä Scheme-uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutetun omistusmuutosjärjestelyn välillä

Klaus Ilmonen on jaksottanut Suomen nykyisen lain mukaisen takeover-menettelyn vaiheita; ensimmäistä valmisteluvaihetta seuraa neuvotteluvaihe ja tämän jälkeen tarjousvaihe. Näitä seuraa lunastusmenettely ja integraatioprosessi.²²⁸ Menettelyn ehkä keskeisin kysymys liittyy siihen, onko kysymyksessä tarjous,

²²⁵ Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Ostotarjouskoodi, 1.1.2014, saatavilla: <www.cgfinland.fi>.

²²⁶ The Takeover Panel, The Takeover Code, saatavilla: <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>>, versio 5.9.2018.

²²⁷ Idem.

²²⁸ Klaus Ilmonen, The Takeover Regime in Finland, Hannes Snellman muistio, 2018.

joka on valmisteltu yhtiön kanssa yhtiön kannattamana menettelynä, vai niin kutsuttu vihamielinen, yhtiön kannan vastainen tarjous. Tarjouksen valmisteluvaiheeseen liittyy järjestelyn rahoituksen varmistaminen, dokumentaation valmistelu tarjoukseen liittyen, kilpailuoikeudelliset analyysit sekä mahdolliset konsultaatiot viranomaisten kanssa. Ystävällismielisissä tarjouksissa käydään neuvotteluvaiheessa tavanomaisesti keskustelut sekä kohdeyhtiön että sen keskeisten osakkeenomistajien kanssa, huomioiden luonnollisesti muun muassa EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (EU 596/2014) mukaiset arvopaperimarkkinaoikeudelliset edellytykset osapuolten kontaktoinnille.

Tarjousmenettely käynnistyy ostotarjouksen julkistamisella. Ostotarjouksen voimassaoloajan on oltava AML 11:12 §:n mukaan vähintään kolme ja enintään kymmenen viikkoa. Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla.

Tarjotun vastikkeen määrään liittyy keskeisiä säännöksiä liittyen arvopapereiden hankintaan tarjousaikana tai sen jälkeen. Jos julkisen ostotarjouksen tekijä, tai tähän laissa määritellyssä suhteessa oleva, hankkii vapaaehtoisen ostotarjouksen julkistamisen tai tarjousvelvollisuuden syntymisen jälkeen, ja ennen tarjousajan päättymistä, kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, on AML:n 11:25 §:n mukaisesti ostotarjouksen tekijän muutettava tarjoustaansa vastaamaan tätä paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa.

Vastaavasti AML:n 11:25.2 §:n mukaisesti, mikäli julkisen ostotarjouksen tekijä tai tähän laissa määritellyssä suhteessa oleva hankkii yhdeksän kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, tulee julkisen ostotarjouksen hyväksyneille arvopapereiden haltijoille hyvittää paremmin ehdoin tapahtuneen hankinnan ja julkisessa ostotarjouksessa tarjotun vastikkeen välinen ero.

Osakkeenomistajalle voi myös AML:n 11:19 §:n nojalla syntyä velvollisuus tarjouksen tekemiseen, jolloin kysymyksessä on pakollinen ostotarjousvelvollisuus. Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on (laissa mainituin poikkeuksin) tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

Merkittävä tarjousmenettelyihin liittyvä epävarmuustekijä liittyy tarjouksessa saavutettavaan omistustasoon. Suomessa, monien muiden EU-maiden tapaan, on pakollinen ostotarjousvelvoite asetettu EU:n vähimmäisedellytyksenä olevaa 50 prosentin kontrolliasemaa alhaisemmalle 30 prosentin osakeomistuksen tasolle. Pakollista ostotarjousvelvoitetta ei kuitenkaan AML 11:21 §:n mukaan synny ensimmäisen julkistetun tarjouksen perusteella, jos rajan ylitykseen johtaneet arvopaperit on hankittu julkisella ostotarjouksella, joka on tehty kaikista kohdeyhtiön osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista tai muutoin tällaisen julkisen ostotarjouksen voimassaoloaikana.

Suomen oikeudessa osakkeiden lunastusoikeus määräytyy osakeyhtiölain perusteella. OYL 18:1 §:n mukaisesti se, jolla on enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön kaikista osakkeista ja äänistä ("Lunastaja"), on oikeutettu käyvistä hinnasta lunastamaan muiden osakkeenomistajien osakkeet. Osakkeenomistajalla, jonka osakkeet voidaan lunastaa ("Vähemmistöosakkeenomistaja"), on vastaavasti oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista.

Tarjousmenettelyä koskevaan dynamiikkaan liittyy merkittävä epävarmuus lunastusoikeuden edellyttämän 90 prosentin enemmistöomistustason saavuttamiseen. Käänteisesti 10 prosentin omistusosuuden hallitseminen joko yksin tai tietyn ryhmän toimesta aikaansaa lakiin perustuvan hold-out -position lunastuksen estämiseksi. Yhtiön lunastusmenettelyyn voi myös liittyä erityiskysymyksiä, mikäli yhtiön yhtiöjärjestykseen on sisällytetty OYL 3:6-7 §:n mukaisia sallittuja vaihdannanrajoituslausekkeita. Nämä eivät luonteensa vuoksi liity pörssiyhtiöihin ja niitä ei tarkastella tässä tutkimuksessa.

Lunastusmenettelyn lunastushinnan määrittämiseen liittyy edelleen moniportainen välimiesmenettely, jonka kustannukset ovat OYL 18:8 §:n mukaisesti lunastajan vastattavia, jos välimiehet eivät erityisestä syystä katso kohtuulliseksi määrätä toisin. Välimiesmenettelystä on näin tullut lähes vakiintunut käytäntö menettelyissä. Vakiintuneiden käytäntöjen perusteella lunastuskustannukset eivät ole niin merkittäviä, että ne yksin vaikuttaisivat mahdollisen ostajan kiinnostukseen tarjouksen tekemiseen. Sen sijaan, vertailuna yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn, ostajan kiinnostukseen voi merkittävästi vaikuttaa tarjousmenettelyn monivaiheisuus lopullisen lunastusoikeuden toteuttamiseen asti, epävarmuus täyden omistusoikeuden saavuttamisessa kohdeyhtiöstä ja vähintään täyden omistuksen saavuttamiseen normaalisti kuluva pitempi aika.

Lunastusoikeutta ja lunastushinnan tasoa koskevat erimielisyydet on annettava välimiesten ratkaistavaksi siten kuin OYL 18 luvussa säädetään. Menettelyssä noudatetaan soveltuvin osin välimiesmenettelystä annettua lakia (967/1992), siltä osin kuin OYL:n säännöksistä ei muuta johdu.

Välimiesmenettelyssä Keskuskauppakamarin lunastuslautakunta valitsee asianosaisen osapuolen hakemuksesta tarpeelliseksi katsottavan määrän puolueettomia ja riippumattomia välimiehiä, joilla on tehtävän vaatima asiantuntemus ja määrää välimiesten puheenjohtajan, mikäli valitaan useita välimiehiä. Hakemuksessa on yksilöitävä hakijan lunastusta koskeva vaatimus perusteineen. Välimiesmenettely tulee vireille, kun hakemus tai sen jäljennös annetaan tiedoksi vastapuolelle. Jos tiedoksianto tapahtuu uskotun miehen kautta OYL 18: 5 §:n 2 momentissa tarkoitettulla tavalla, menettely tulee vireille, kun hakemusta koskeva ilmoitus julkaistaan virallisessa lehdessä.

Keskuskauppakamarin lunastuslautakunnan on lunastushakemuksen saavuttua haettava tuomioistuimelta uskotun miehen määräämistä valvomaan välimiesmenettelyssä vähemmistöosakkeenomistajien etua, elleivät kaikki asianosaiset ole ilmoittaneet pitävänsä uskotun miehen määräämistä tarpeettomana tai jollei uskotun miehen määräämistä ole pidettävä perusteettomana ottaen huomioon vähemmistöosakkeenomistajien oikeusturva ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin toteutuminen, vähemmistöosakkeenomistajien yhteenlasketun edun määrä ja muut seikat. Asiassa toimivaltainen on yhtiön kotipaikan käräjäoikeus. Tuomioistuin voi ratkaista asian vähemmistöosakkeenomistajia kuulematta. Uskotun miehen määräys ja päätös uskotun miehen

hakematta jättämisestä merkitään kaupparekisteriin. Lunastuslautakunnan päätökseen uskotun miehen hakematta jättämisestä ei saa erikseen hakea muutosta valittamalla. Uskottu mies voi vastaanottaa hakemusta koskevan tiedoksiannon vähemmistöosakkeenomistajien puolesta. Lunastajan on tällöin viipymättä ilmoitettava hakemuksensa pääasiallinen sisältö ja uskotun miehen yhteystiedot vähemmistöosakkeenomistajille sekä julkaistava ilmoitus virallisessa lehdessä. Uskotulla miehellä on oikeus ja velvollisuus esittää välimiesmenettelyssä vähemmistöosakkeenomistajien puolesta näiden asiaa tukevia seikkoja ja näyttöä. Uskotulla miehellä ei ole kelpoisuutta vähemmistöosakkeenomistajien puolesta esittää tai hyväksyä lunastusta koskevia vaatimuksia tai ryhtyä toimiin, jotka ovat ristiriidassa vähemmistöosakkeenomistajan omien toimien kanssa.

Jos lunastusoikeuden olemassaolo on lainvoimaisesti ratkaistu tai välimiehet pitävät sitä selvänä, mutta lunastushinnasta ei ole sovittu tai määrätty, osake siirtyy lunastajalle heti, kun tämä asettaa lunastushinnan maksamisesta vakuuden, jonka välimiehet hyväksyvät. Uskottu mies säilyttää tarvittaessa vakuutta lunastushintaan oikeutettujen lukuun.

Osakkeen lunastushinta on määritettävä välimiesmenettelyn vireilletuloa edeltävän ajankohdan käyvän hinnan mukaan. Lunastushinnalle kertyy vuotuista korkoa siitä lähtien, kun kolme viikkoa on kulunut välimiesten hakemisesta, korkolain 12 §:ssä tarkoitetun kulloinkin voimassa olevan viitekoron mukaisesti. Kun lunastamista on edeltänyt arvopaperimarkkinalain 11 luvun 19 §:n mukainen pakollinen ostotarjous, käypänä hintana pidetään pakollisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä. Kun lunastusoikeus ja -velvollisuus on syntynyt arvopaperimarkkinalain 11 luvun mukaisessa vapaaehtoisessa julkisessa ostotarjouksessa ja lunastaja on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa vähintään yhdeksän kymmenesosaa tarjouksen kohteena olleista osakkeista, käypänä hintana pidetään julkisessa ostotarjouksessa tarjottua hintaa, jollei muuhun ole erityistä syytä.

Huolimatta edellä esitetyn mukaisesta monivaiheisesta menettelystä, vähemmistöosakkeiden lunastusmenettely on kohtuullisen vakiintunut oikeudellinen instituutio. Sen aiheuttamat ylimääräiset kustannukset ja lunastuksen lopullisen toteutuksen hidastuminen ovat kuitenkin nykyisen menettelyn haittatekijöitä. Integraatio ostokohteen ja tarjouksen tekijän kanssa mahdollisia vähemmistöomistustilanteita huomioimatta voidaan kuitenkin toteuttaa sen jälkeen, kun lunastusmenettelyn synnyttäneen yhtiön osakkeet ovat siirtyneet ostajalle välimiesten hyväksymää vakuutta vastaan.

Yhtiöoikeudellinen Scheme-menettely toteutetaan puolestaan kolmessa vaiheessa jaksossa II.1. kuvatus menettelyn mukaisesti; ensin hakemus tuomioistuimelle, tämän jälkeen tarvittavien, tuomioistuimen määräämien kokousten järjestäminen ja viimeisenä tuomioistuimen vahvistuskäsittely. Takeover-prosessin osalta on vielä tärkeä muistututtaa Englannin oikeuden edellytyksestä, että yhtiön on oltava myötävaikeuttamassa esitettyyn järjestelyyn. Esityksen järjestelystä voi tehdä myös yrityksen ulkopuolinen taho, mutta oikeuskäytännössä on edellytetty yhtiön puoltavan esitettyä järjestelyä, eli menettelyssä niin kutsutun ”hostile takeover” -tyyppisen järjestelyn läpivienti ei ole katsottu olevan mahdollista. Scheme-menettelyille onkin tunnusomaista, että yhtiö on menettelyissä aktiivinen toimija, ei pelkästään seuraava tai kommentoiva osapuoli.

Tuomioistuimen ensimmäisessä käsittelyssä määritellään kaikki ne osakkeenomistaja- ja/tai velkojaluokat, joiden on käsiteltävä ehdotettua järjestelyä. Vaikka järjestely kohdistuu pelkästään yhtiön osakkeisiin tai niiden osaan, voi edellytyksenä kuitenkin olla, että ehdotettu menettely on käsiteltävä erikseen useammassa osakeluokassa. Tapauksissa *Sovereign Life Assurance Co v. Dodd* sekä *Re Hawk Insurance Co Ltd Chadwick L.J.* käsiteltiin tarkemmin perusteita, joiden mukaisesti osakkeenomistajaluokat muodostuvat. Pääsääntönä on, että ehdotettu järjestely on käsiteltävä erikseen kaikkien niiden osakkaiden tai velkojien luokissa, joiden oikeudet ("rights") ovat toisistaan eroavat, mutta mikäli eroavuutta on pelkästään osakkeisiin (tai velkoihin) liittyvissä etuisuuksissa ("interests") ei luokkajakoa tule äänestystä varten tehtäväksi.

Ensimmäisen tuomioistuinkäsittelyn perusteella kutsutaan koolle osakkaiden kokous tai asian mukaisesti määrättyjen osakkeenomistajaluokkien kokoukset ehdotetun järjestelyn käsittelemiseksi. Kokousten jälkeen on toinen tuomioistuinkäsittely, joka voi lain mukaisten edellytysten perusteella vahvistaa Scheme-menettelyn kaikkia osakkaita sitovaksi. Schemen voimaantulo edellyttää vielä tuomion rekisteröintiä. Julkisessa ostotarjousmenettelyssä noudatetaan Scheme-menettelyssä lähtökohtaisesti täysin samaa menettelyä, kuitenkin siten, että Coden edellytysten mukaisesti Scheme-menettely tulee synkronoida yhteen samanaikaisen toisen Coden mukaisen tarjousmenettelyn kanssa. Scheme-menettelyn hakijan tulee Coden ehtojen mukaisesti neuvotella Takeover Panelin kanssa erityisesti Scheme-menettelyn aikatauluun liittyvistä kysymyksistä.

Rakenteellinen ero nykyisen Suomen lain mukaisesti toteutetun ja Scheme-uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutetun omistusmuutosjärjestelyn välillä on merkittävä. Scheme-menettely voidaan toteuttaa tuomioistuinkäsittelyjen osalta jo ennen suunniteltua omistusmuutosta, jolloin ostajalle tulee varmuus täyden omistusoikeuden saavuttamisesta ennen omistusmuutoksia (mahdollista kilpailevaa tarjousta lukuun ottamatta). Nykyisen lain mukainen menettely toteutetaan puolestaan vaiheittain; vasta lain edellyttämän 90 prosentin enemmistöomistuksen saavuttamisen jälkeen on omistajalla oikeus lunastaa jäljellä olevat osakkeet ja lunastukseen liittyä edelleen tarjoajan kannalta menettelyllisesti vaativa välimiesmenettely.

Scheme-menettelyssä osakkaiden kohtelun yhdenvertaisuus ja oikeudenmukaisuus varmistuvat siihen liittyvän tuomioistuinmenettelyn kautta. Mikäli kysymyksessä on esimerkiksi tilanne, jossa tarjoajalla on jo osakkeita tai kontrolliasema yhtiössä, tulee Scheme-menettelyn mukainen luokkaperusteinen äänestysmenettely sovellettavaksi omana luokkana ostajan ennestään omistamien osakkeiden osalta. Syynä tähän on ero lopputuloksessa; omistusmuutos liittyy ainoastaan niihin osakkeisiin, joita tarjous koskee. Luokkajaolla varmistetaan merkittävän määräenemmistön kannatus myös tarjoajasta riippumattomien osakkeiden luokasta suunnitellulle järjestelylle. Osakkeiden omistaminen (myös ilman kontrolliasemaa) riittää luokkajaon perusteeksi takeover-menettelyssä, sillä niissä tarjouksen toteutuessa se aikaansaa omistusmuutoksen muille osakkaille, mutta ei osakkaalle, jolla on jo omistus yhtiössä.

Täyden omistuksen saavuttaminen voi olla tarjoajalle erittäin merkityksellistä esimerkiksi yrityksen listauksen, ja listaukseen liittyvien velvoitteiden, lopettamiseen liittyen. Erityisesti taloudellisesti heikommassa tilassa oleville yhtiöille listaukseen liittyvistä velvoitteista kirjanpitojärjestelmiin,

hallintojärjestelmiin, tiedonantomenettelyihin sekä muihin listauksen mukana tuomiin velvoitteisiin voi aiheutua varsin raskaita kustannuksia, joita ilman yrityksen tilanne saattaisi helpottua. Yksinkertainen rakenteellinen vertailu puoltaisi tehokkuuden ja ennakoitavuuden perusteella Scheme-menettelyn käyttöönottamista. On kuitenkin keskeistä vertailla menettelyjä edelleen oikeudenmukaisuuden lähtökohdista.

4.3 Scheme-menettelyn oikeudenmukaisuuden arviointi yritysstilanteessa

Kun verrataan Scheme-menettelyä ja nykyisen lain mukaista ostotarjousmenettelyä näiden oikeudenmukaisuuden kannalta, nousee ensimmäisenä esiin kysymys osakkaiden yhdenvertaisuudesta. Pekka Timonen on väitöskirjatutkimuksessaan erotellut arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen ja osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen. Osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuusperiaate rajoittuu yhtiön ja sen toimielinten päätöksentekoon, on luonteeltaan varsin kaavamainen ja korostaa osakkeiden yhtiössä tuottamia yhtäläisiä oikeuksia. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen kohteena ei ole osakekohtainen yhdenvertaisuus vaan arvopaperimarkkinalain kannalta relevantti sijoittajien yhdenvertainen kohtelu. Erityisesti lunastustilanteisiin liittyen Timonen ehdottikin arvopaperimarkkinaoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen uudelleenarviointia osakeyhtiöoikeudellisesta yhdenvertaisuusperiaatteesta eroavalla tavalla; yhdenvertaisuuden kriteeriksi tulisi ottaa sijoitusten arvon säilyttämisen takeet eikä yksittäisten sijoittajien kohtelu.²²⁹

Timosen tutkimus liittyi erityisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisten lunastuskysymysten käsittelyyn. Sekä lunastusta koskevat arvopaperimarkkinalain säännöt, että osakeyhtiölaki kokonaisuudessaan ovat Timosen vuoden 1997 väitöskirjan jälkeen uudistuneet, lunastusvelvollisuuden rajojen osalta pitkälti hänen esittämiensä mallien mukaisesti. Uudistuksella on merkittävästi alennettu lunastusvelvollisuuden rajoja ja osakeyhtiöoikeuden uudistuksessa on korostettu aikaisempaa enemmän osakeyhtiölain yleisiä periaatteita. Timosen tutkimuksen havainnot ovat kuitenkin edelleen relevantteja myös tämän tutkimuksen kannalta.

Timosen tutkimuksen hetkellä Suomessa oli voimassa vanha arvopaperimarkkinaoikeudellinen järjestelmä, jonka mukaisesti lunastusvelvollisuus syntyi vasta, kun osakkeenomistajan osuus yhtiön koko äänimäärästä ylitti kaksi kolmasosaa. Nykyisen AML:n 11:19 §:n nojalla puolestaan osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä, sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista.

²²⁹ Pekka Timonen, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton kustannus, 1997.

Vertailtaessa menettelyjen oikeudenmukaisuutta ja yhdenvertaisuuden toteutumista on tarkasteltava edelleen erikseen arvopaperimarkkinaoikeudellista *sijoittajien* yhdenvertaista kohtelua sekä yhtiölähtöistä osakkaiden yhtäläistä oikeutta *yhtiössä*. Timonen korosti Suomen arvopaperimarkkinoiden ohuutta sekä mahdollisuutta, että yksittäinen arvopaperi voi menettää likvidiytensä varsin helposti. Tämän vuoksi erityisesti suomalaisessa sääntelyssä on tärkeää, että meillä on toimiva oikeussuojajärjestelmä lunastustilanteita varten. Hänen esille nostama suomalaisen markkinan ohuus on edelleen markkinaamme kuvaava piirre, suomalainen arvopaperimarkkina on kehittynyt pohjoismaisia verrokkeja hitaammin verrattaessa esimerkiksi listausten määrää monenkeskiselle markkinapaikalle Suomessa ja Ruotsissa.

Nykytilanteessa markkinoiden hyväksikäytön mahdollisuus on, muun muassa edellä kuvatus arvopaperimarkkinaoikeudellisen vähemmistösuojajärjestelmän kehittymisen seurauksena, siirtynyt enemmistöomistajilta paremminkin, lain turvaamaan hold-out -asemaan perustuen, vähemmistöomistajille. Vähemmistöomistajia suojaavat sekä yhtiöoikeudellinen vähemmistösuojajärjestelmä, että arvopaperimarkkinaoikeutemme kehittyneet lunastusvelvollisuutta koskevat säännökset, mutta enemmistöomistajilla ei ole käytössään ”vastavoimana” tehokasta oikeudellista menettelyä saattaa vähemmistöomistajien mahdollista hold-out -position väärinkäyttöä tuomioistuimen arvioitavaksi.

Arvioitaessa Scheme –menettelyä yritysostotilanteissa tulee sitä arvioida lunastusvelvollisuuden korvaavana menettelynä sekä oikeudenmukaisuuden että tarkoituksenmukaisuuden kannalta. Edellä kuvatus mukaisesti Scheme-menettelyyn ei sisältyisi osakeyhtiölain mukaista erillistä osakkeiden lunastusmenettelyä, vaan vähemmistön oikeussuojaan liittyviä kysymyksiä arvioidaan jo Scheme-menettelyn tuomioistuinkäsittelyjen yhteydessä.

Scheme-menettelyn oikeudenmukaisuuskysymysten suhteen on huomioitava keskeisiä menettelyyn liittyviä tekijöitä. Suomessa nykyinen arvopaperimarkkinaoikeudellinen lunastusvelvollisuus (mutta ei -oikeus) tulee kysymykseen, kun omistus pörssiyhtiössä ylittää 30 prosenttia tai 50 prosenttia kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä. Yhtiöoikeudellinen lunastusvelvollisuus sekä -oikeus syntyy omistuksen ylittäessä 90 prosenttia. Nykyisenkään lakimme mukaisesti erillistä välimiesmenettelyä ei ole arvopaperimarkkinaoikeudellisissa lunastustilanteissa, sinänsä ymmärrettävästi, koska niihin ei liity velvollisuutta osakkeiden luovuttamiseen. Scheme-menettelyn keskeinen prosessuaalinen mekanismi edellyttää puolestaan osakkaiden (tai velkojien) jakamista erillisiksi äänestäviksi luokiksi. Luokkajakomekansimi toimii järjestelmän keskeisenä oikeussuojan elementtinä. Tilanteissa, joissa yhtiön kontrolli on siirtynyt kolmannelle taholle tai tarjoaja omistaa ennalta osan yhtiön osakkeista, menettelyä koskeviin äänestyksiin osallistuvat yhtiön muut osakkaat. Scheme-menettelyn edellyttämä 75 prosentin (tai EMCA:n 66 2/3 prosentin mukainen) kannatusedellytys tulee näin arvioitavaksi muiden kuin tarjoajan omistamien osakkeiden luokassa, eli kynns päätöksen läpisaamiselle voi tällöin olla erittäin korkealla. Tässäkään tilanteessa yksittäiset, alle 25 prosenttia (tai EMCA:n perusteella 1/3) ilman tarjoajan omistusta määritellyn äänestysluokan osakkeiden määrästä hallitsevat osakkaat, eivät voisi estää menettelyä ilman tuomioistuimelle esitettyä painavaa perustetta.

Scheme-menettelyn osalta on edelleen otettava huomioon edellytys yhtiön myötävaikutuksesta. Myös omistumuutostilanteissa edellytetään yhtiön joko itse olevan mukana järjestelyssä tai vähintään kannattavan sitä, eli menettelyä ei voida toteuttaa nk. vihamielisenä transaktiona.

Suomen yhtiöoikeudessa on myös sulautumis- ja jakautumismenettelyissä varattu menettelyä vastustaville osakkaille (ja optio- tai muiden erityisten osakkeisiin oikeuttavien oikeuksien haltijoille) oikeus vaatia osakkeiden tai optio-oikeuksien tai muiden osakkeisiin kohdistuvien erityisten oikeuksien lunastamista. Mikäli lunastuksesta ei sovita vastaanottavan yhtiön kanssa, noudatetaan, mitä OYL 18 luvun 3–5 ja 8–10 §:ssä säädetään lunastusriitojen käsittelystä. Riidanratkaisumenettely tapahtuu siis myös tällöin välimiesmenettelyn kautta, vastaten OYL:n 18 luvun mukaista vähemmistöosakkaiden lunastusmenettelyyn liittyvää riidanratkaisumenettelyä.

Yhteenvetona voidaan todeta, että Scheme-menettely tuo ostajalle oikeusvarmuutta, nopeutta ja ennustettavuutta takeover-menettelyyn. Mikäli käytettävissä olisi yhtiöoikeudellinen Scheme-menettely, ei myöskään olisi tarvetta erilliselle vähemmistöosakkaiden lunastusmenettelyä vastaavalle menettelylle, vaan mahdolliset vähemmistöosakkaiden vaatimukset tulisivat asianmukaisesti käsiteltäväksi Scheme-menettelyyn liittyvän tuomioistuinmenettelyn yhteydessä.

Scheme-menettelyä koskevat säännökset parantaisivat perustellusti oikeussuojajärjestelmäämme ja osakkaiden väitteiden käsittely tuomioistuimessa tapahtuisi yritysosotilanteissa usein lähtökohtaisesti huomattavasti aikaisemmassa vaiheessa kuin nykyisessä OYL 18 luvun osakkeiden lunastusjärjestelmässä. Lunastusmenettely on kuitenkin osa yhtiöoikeudellista vähemmistön oikeussuojaa, joka on ehkä perusteltua säilyttää ennallaan; huomioiden kuitenkin, että ennen 9/10 omistuksen rajan saavuttamista yrityksen omistuksen hankintaa harkitsevalla olisi käytettävissä vaihtoehtoinen Scheme-menettely, missä myös vähemmistöosakkaiden oikeudet tulevat arvioitavaksi ilman tarvetta erilliselle lunastushintaa koskevalle välimiesmenettelylle.

Edellisen mukaisesti, mikäli yhtiöoikeuttamme kehitettäisiin lisäämällä osakeyhtiölakiin Scheme-menettelyn kaltainen osakkeita (sekä velkoja) koskeva uudelleenjärjestelymenettely, tulee uutta menettelyä harkita kuvattuihin vähemmistöomistajien lunastusmenettelyyn, sekä sitä vastaaviin, sulautumista tai jakautumista vastustavien osakkaiden tai optioiden tai muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien haltijoiden kanssa toteutettaviin lakisääteisiin välimiesmenettelyihin liittyen. Mahdollinen yhteensovitusmalli voisi olla jättää edellä mainitut välimiesmenettelyä koskevat säännökset ennalleen, mutta pitää uudelleenjärjestelyjen osalta niihin liittyvää tuomioistuin käsittelyä adekvaattina oikeussuojana. Toisena teoreettisena vaihtoehtona olisi noudattaa vastaavaa välimiesmenettelymallia myös Scheme-menettelyyn liittyvissä tilanteissa; tällöin järjestelmän kustannustehokkuuden voidaan kuitenkin katsoa vähintään pienentyvän.

5. Uudelleenjärjestelymenettelyn arvopaperimarkkinaoikeudellinen arviointi

Kansainvälinen arvopaperimarkkinoiden valvojien järjestö IOSCO on määritellyt yleisiä tavoitteita arvopaperimarkkinoita koskevalle regulaatiolle. Sijoittajien suojelun ja systeemisten riskien vähentämisen ohella kolme keskeistä tavoitetta markkinoiden osalta on, että regulaatio on oikeudenmukaista ("fair"), tehokasta ("efficient") sekä läpinäkyvää ("transparent").²³⁰

Kansainvälisessä arvopaperimarkkinaoikeudessa on arvioitu erityisesti kahden ensimmäisen tavoitteen, oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden välistä jännitettä. Kaisanlahti on perustellusti korostanut, että tehokkuuden käsite on kuitenkin muokattavissa yhdenvertaisuuden huomioimista varten. Tehokkuus ymmärretään tällöin tavoitteeksi, jolloin omistajakunnan pääomapanostukselle pyritään saamaan paras mahdollinen arvonnousu ilman, että kenellekään osakkaista – olipa hän sitten enemmistö- tai vähemmistöomistaja – aiheutuu haittaa. Arvonnousun saavuttaminen edellyttää kuitenkin yhdenvertaisuutta osakkeiden keskinäisessä suhteessa: koska osakekohtainen pääomapanos on yhtäläinen, tulee myös odotetun tuoton olla yhtä suuri osaketta kohden. Näin käsitettynä tehokkuuden ja yhdenvertaisuuden välillä ei ole periaatteellista ristiriitaa.²³¹

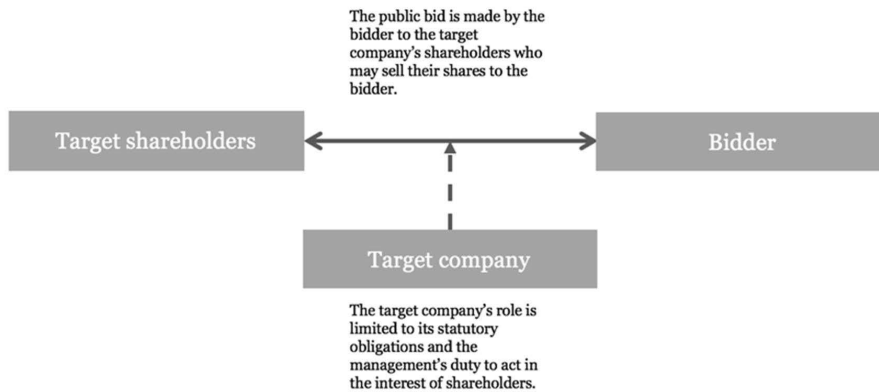
Mietittäessä tehokkuuden ja yhdenvertaisuuden toteutumista julkisissa ostotarjouksissa, jotka on toteutettu joko perinteisen ostotarjousmenettelyn kautta tai Scheme-menettelyn kautta, tulevat menettelyjen rakenteelliset erot arvioitavaksi. Menettelyjen keskeisenä erona on, että Scheme-menettelyssä yhtiöllä itsellään on keskeinen rooli prosessissa, toisin kuin perinteisessä julkisessa ostotarjousmenettelyssä. Sofia Ojala on pro gradu -tutkimuksessaan havainnollistanut menettelyjen rakennetta.²³² Oheiset kaaviot kuvaavat menettelyjen rakenteellista eroa:

²³⁰ International Organisation of Securities Commissions. (IOSCO). Objectives and Principles of Securities Regulation. Saatavilla: <www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, versio 13.8.2018.

²³¹ Timo Kaisanlahti, Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta, Suomalainen Lakimiesyhdistys, Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, Oikeustiede-Jurisprudentia -vuosikirja, OTXXXV, 2002, s. 83.

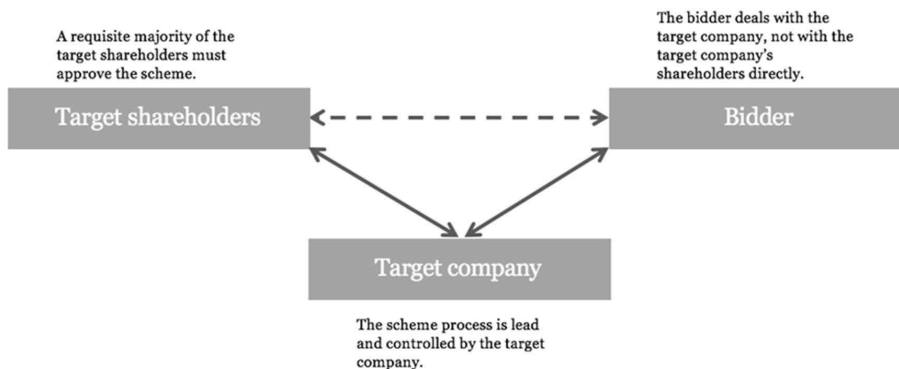
²³² Sofia Ojala, Is there room for more flexible takeover regulation in Finland?, Hanken School of Economics, Pro Gradu, 2018, s. 67.

Kaavio 10. Menettely julkisessa ostotarjouksessa



Lähde: Sofia Ojala, Is there room for more flexible takeover regulation in Finland?, Hanken School of Economics, Pro Gradu, 2018, kuvalainaus s. 67.

Kaavio 11. Menettely Scheme-perusteisessa julkisessa ostotarjouksessa



Lähde: Sofia Ojala, Is there room for more flexible takeover regulation in Finland?, Hanken School of Economics, Pro Gradu, 2018, kuvalainaus s. 67.

Kuten kaavioista ilmenee, yhtiön ohjaava rooli Scheme-menettelyssä on keskeisempi, kuin perinteisessä julkisessa ostotarjousmenettelyssä. Tarjouksen tekijä toimii Scheme-menettelyssä lähtökohtaisesti yhteistyössä yhtiön kanssa, eikä neuvottele suoraan yhtiön osakkeenomistajien kanssa. Perinteisessä tarjousmenettelyssä yhtiön hallituksen velvoitteena on kylläkin muodostaa kantansa annettuun ostotarjoukseen, jolloin ilmenee, onko kyseessä yhtiön kannattama tarjous vai yhtiön hallituksen vihamieliseksi katsoma tarjous, mutta lähtökohtaisesti tarjous osoitetaan suoraan osakkaille.

Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudessa oikeudellisia suhteita hahmotetaan perinteisesti agentti-päämiesteoriaan perustuen. Ostotarjousmenettelyihin liittyen voidaan teoriaan liittyen määrittää kolme keskeistä relaatiota: *ostokohteen johdon ja osakkaiden välinen suhde, suhde ostokohteen enemmistö- ja vähemmistöomistajien välillä sekä suhde yhtiön ja sen muiden sidosryhmien, velkojen, työntekijöiden ym. välillä*.²³³ Näistä ensimmäiseen liittyy edellä kuvattu menettelyllinen eroavaisuus, Scheme-menettelyssä ei edellä todetusti ole mahdollista hostile -tyyppinen menettely, koska yhtiön ja sen johdon myötävaikutus järjestelyyn on keskeistä.

Toiseen, enemmistö- ja vähemmistöomistajien väliseen relaatioon liittyy myös eroavaisuus menettelyissä. Sekä Scheme-menettelyn kautta toteutettua tarjousmenettelyä, että perinteistä tarjousmenettelyä voi edeltää niin kutsuttu "*stakebuilding*" vaihe, jolloin tarjoaja pyrkii hankkimaan kohdeyhtiöstä osakeomistusta ennen tarjouksen tekemistä. Tällä tavalla tarjouksen tekijä voi toisaalta suojata asemaansa kilpaileviin tarjouksiin nähden ja toisaalta, lain rajoituksin, välttyä maksamasta niin kutsuttua takeover preemiota ennen tarjousta hankituille osakkeille.²³⁴

Tarjoajan aikaisempi omistus voi kuitenkin Scheme-menettelyssä aiheuttaa hankaluuksia tarjouksen tekijälle. Vakiintuneena käytäntönä on, että tarjouksen tekijän tai sen tytäryhtiön omistamilla osakkeilla ei voida äänestää Scheme-kokouksessa, jolloin edellytetyn määräenemmistön (Englannissa 75 %; EMCA 2/3) saavuttaminen voi olla merkittävästi hankalampaa. Tällöin noudatetaan oikeuskäytännössä määriteltyä Scheme-menettelyn luokkajaon perustetta; samassa luokassa ei voi äänestää osakkaita, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan.

Edellä on kuvattu tuomioistuinkäytäntöä, jonka mukaisesti osakkaat, joiden oikeudet eroavat toisistaan esimerkiksi yhtiön kontrolliasemaan perustuen, ovat velvoitettu äänestämään eri luokissa Scheme-menettelyssä. Ostotarjouksiin liittyen on katsottu, että riippumatta tarjoajan omistuksen määrästä yhtiössä, kaikki tarjoajan aikaisemmin yhtiöstä omistamat osakkeet on jätettävä äänestyksen ulkopuolelle, koska tällaisten osakkeiden oikeudet eivät muutu järjestelyssä, sillä ne ovat jo tarjoajan omistuksessa. Näin ollen, mikäli ostaja on hankkinut ostokohteesta merkittävän määrän omistusta jo ennen tarjouksen antamista, hänen tarvitsee Scheme-perusteisessa tarjouksessa saada vaaditun määräenemmistön mukainen hyväksyminen kaikilta muilta osakkailta.²³⁵

Scheme-menettelyissä tuomioistuimien on katsottu suhtautuneen pidättyvästi myös mahdollisuuteen sopia osakkaiden kanssa ennalta lopullisen hyväksymisen antamisesta järjestelyyn.²³⁶ Yhteenvetona voidaan perustellusti katsoa Scheme-menettelyn olevan kohdeyhtiön omistajien enemmistöä ja vähemmistöä koskevassa relaatioissa oikeussuojan kannalta jopa perinteistä ostotarjousmenettelyä turvaavampi menettely. Arvioitaessa osakkaiden enemmistön kannatuksen saavuttamista, vaikkakin edellytetty määräenemmistö on Scheme-menettelyssä merkittävästi nykyiseen lainsäädäntöömme sisältyvää 90 prosentin lunastusoikeuden rajaa alhaisempi, luokkiinjako edellyttävä mekanismi voi,

²³³ Idem, tutkimuksessa hahmotettu laajemmin agentti-päämiessuhdetta tarjousmenettelyihin liittyen.

²³⁴ J. Parkkonen, M. Knuts, Arvopaperimarkkinlaki, Talentum, 2014, s. 556-558.

²³⁵ Jennifer Payne, 2014, s. 118-123.

²³⁶ Idem, s. 126-127.

tilanteesta riipuen, edellyttää jopa tätä tiukempaa rajaa. Tuomioistuinkäsittely turvaa menettelyn oikeussuojan liittyviä tarpeita näin kaikissa tilanteissa.

Kolmanteen agentti–päämiessuhteen relaatioon, yhtiön ja sen muiden sidosryhmien välillä, voidaan molempien menettelyjen argumentoida olevan samassa asemassa; ratkaisevinta yhtiön ja sen muiden sidosryhmien kannalta on yhtiön omistuksen vaihtuminen sellaisenaan, ei niinkään sen mekanismi.

6. Osakkeisiin kohdistuvien uudelleenjärjestelyjen keskeiset oheisvaikutukset ja niiden huomiointi

Edellisessä jaksossa kuvattiin julkiseen ostotarjousmenettelyyn liittyen Scheme-menettelyn sekä normaalin julkisen ostotarjousmenettelyn yhteensovittamista Englannin oikeusjärjestelmässä, erityisesti Takeover Code -sääntelyn kautta. Suomen osalta tulisi lakimuutoksen ohella tehtäväksi vastaavia muutoksia Ostotarjouskoodiin, varmistaen, että tilanteissa, joissa yksi tai useampi tarjous yhtiön osakkeista on annettu perustuen uuteen Scheme-tyyppiseen yhtiöoikeudelliseen osakkeiden uudelleenjärjestelymenettelyyn, tulee Ostotarjouskoodiin sisällyttää prosessuaalinen mekanismi erityisesti mahdollisten eri tyyppisten tarjousmenettelyjen aikataulujen yhteensovittamiseen ja muutenkin menettelyjen synkronointiin.

Englannin oikeudessa Scheme-menettelyihin liittyy tuomioistuimelle laissa annettu mahdollisuus antaa suoraan yhtiön osakkeisiin tai velkoihin liittyviin oikeuksiin kohdistumattomia, yhtiön rakenteellisiin järjestelyihin liittyviä määräyksiä. Suomalainen ja pohjoismaainen yhtiöoikeus sääntelee lähtökohtaisesti sulautumisia, jakautumisia, rajat ylittäviä järjestelyjä sekä yhtiön selvitystilaa koskevia kysymyksiä adekvaatisti nykyisen yhtiöoikeuden puitteissa.

Harkittaessa osakeyhtiölain muuttamista sisällyttämällä Euroopan malliosakeyhtiölain mukaiset Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat säännökset osaksi osakeyhtiölakia, tuleekin erikseen arvioida näiden liitännäismääräysten tarve ja mahdollinen yhteensovittaminen, erityisesti siltä osin, kun menettelyyn liittyy jo nykyisessä laissa adekvaatisti säännelty menettelyt, koskien yhtiöiden sulautumista, jakautumista, rajat ylittäviä järjestelyjä sekä selvitystilamenettelyä. Palaan tähän edelleen jaksossa V.5.

7. Maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä koskevan testin tarpeellisuudesta; Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettelyn edellytykset

Englannin oikeuden Scheme-menettelyn lähtökohtana on tarve ”kompromissille tai järjestelylle” yhtiön osakkeisiin tai velkoihin liittyen. ”Kompromissin” edellytyksenä on oikeuskäytännössä katsottu olevan

jonkin tyyppinen ongelma tai riita, jota Scheme-menettelyllä pyritään ratkaisemaan. ”Järjestely” on käsitteellisesti laajempi, mutta molempien termien osalta tuomioistuimet ovat edellyttäneet, että Scheme-menettelyyn on sisällyttävä jonkin asteisen kompromissin (give and take). Tämän perusteella on esimerkiksi katsottu, että osakkeisiin liittyvässä Scheme-menettelyssä, jossa osakkeenomistaja pelkästään velvoitettaisiin luopumaan osakkeenomistajan oikeuksistaan, ei ole kysymys kompromissista tai järjestelystä lain tarkoittamassa merkityksessä.

Englannin oikeuden järjestelmässä on siis toimiva yhtiöoikeudellinen velkojen ja osakkeiden uudelleenjärjestelymenettely, missä prosessuaalisena edellytyksenä ei ole vastaavaa, Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivissä mainittua ”maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä”, jolloin menettely voi käynnistyä aikaisemmassa vaiheessa. Uudelleenjärjestelydirektiivin lähtökohtana on kuitenkin minimiharmonisaatio; tämän perusteella jäsenmailla ei ole estettä kehittää laajempia, esimerkiksi yhtiöoikeudellisia, menettelyjä, kunhan Uudelleenjärjestelydirektiivin vähimmäisedellytykset käytettävissä oleville järjestelyille toteutuvat.

Myös ELI Studyn suosituksen lähtökohtana on, ettei ennakoiden uudelleenjärjestelyjen edellytyksenä olisi mitään velallisen tilanteeseen liittyvää edellytystä:

“workout supporting proceedings should not require a specific access test referring to the situation of the debtor’s business. Instead the court should only require the debtor to submit a workout agreement with sufficient creditor support according to the stipulated majority requirements”.

Edellä tarkastelin kansainvälisen pankkirahoituksen regulaation kehitystä sekä siihen liittyvää yritysriskien luokittelun korostunutta merkitystä, minkä voidaan perustellusti katsoa aiheuttavan pankkien lisääntynyttä varovaisuutta luotonannon riskien suhteen. Aikaisemmassa pankkikäytännössä täysin luottokelpoisina pidettävät yritykset saattavat nykyisen riskiarvioinnin perusteella olla kohteita, joita pankki ei enää rahoita lainkaan tai pitää niitä luokituksessaan aikaisempaa riskipitoisempina, jolloin kohteiden luototus saattaa käytännössä estyä korkeampien luottomarginaalien vaatimusten kautta. Regulaation aiheuttama kehitys on täysin perusteltua ja pankkijärjestelmää turvaavaa, mutta voi lisätä odottamattomia uudelleenjärjestelytilanteita yrityksille.

Käytännössä voi aikaisempaa useammin tulla eteen tilanteita, joissa on puhtaasti taloudellisilla perusteilla katsottuna täysin elinkelpoinen ja toimiva yritys, jota pankkirahoittajat eivät omista, regulaatioon perustuvista lähtökodistaan katso soveliaaksi rahoituskohteiksi. Tämän tyyppisten yritysten uudelleenrahoitus voi muodostua ongelmalliseksi, vaikka esimerkiksi taloudellisten tunnuslukujen perusteella saattaisi olla vaikeaa esittää mitään näyttöä todennäköisestä maksukyvyttömyydestä.

Myös kuvatus pankkirahoituskäytännön kannalta olisi tämän mukaisesti perusteltua, että ennakoivia uudelleenjärjestelymenettelyjä voitaisiin toteuttaa ilman, että tuomioistuimen tulisi arvioida menettelyn edellytyksenä olevaa yhtiön todennäköistä maksukyvyttömyyttä.

OSA IV UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELY JA VELKOJEN OSAKEKONVERSIO

1. Velkakonversion käsite ja menettelyn lähtökohdat

1.1 Keskeinen ero uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohdissa

Uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohtana on edistää yhtiön ja sen osakkaiden tai velkojen kanssa tehtäviä kompromisseja tai järjestelyjä. Kysymys on lähtökohtaisesti ainoastaan mahdollisuudesta sitoa tuomioistuimen myötävaikutuksella yhtiön intressissä olevaa järjestelyä vastaan äänestänyt määrävähemmistö osalliseksi saman velka- tai osakeluokan merkittävän määränemistön kannattamaan menettelyyn.

Velkakonversion tarkoituksena on puolestaan mahdollistaa poikkeustilanteissa yhtiön velkojen muuntaminen yhtiön osakepääomaksi. Valtioneuvoston Velkakonversioselvitys on tarkastellut velkakonversiota eri näkökulmista; velvoiteoikeudellisena veloitteen täyttämisen- ja lakkaamistapana, yhtiöoikeuden näkökulmasta sekä maksukyvyttömyisoikeuden näkökulmasta.²³⁷

Velkakonversion velvoiteoikeudellisessa luonteessa korostuu (osake)yhtiöoikeudelliset mekanismit osakkeiden merkintähinnan suorittamiselle. OYL mahdollistaa osakkeiden merkintähinnan suorittamisen perinteisenä rahamaksuna tai apporttina OYL 9:12 §:n mukaisesti taikka kuittaamalla merkintähintasaaminen yhtiöltä olevalla saamisella OYL 9:10 §:n perusteella tai silloin kun on kysymys OYL 10:1 §:n mukaisesta erityisestä oikeudesta. Maksukyvyttömyisoikeuden sääntelemisissä tilanteissa tulee lisäksi huomiotavaksi ne erityiset edellytykset, joita YrSanL ja konkurssilaki (120/2004) muutoksineen, jälj. ”KonkL”) asettavat kuittaamiselle. YrSanL:n esitöistä löytyy myös tukea velkakonversion katsomiseksi sijaissuoritukseksi eli surrogaatiksi.

*”Saneerausohjelmassa voitaisiin kuitenkin käyttää tavallisten velkojen tyydyttämiseksi myös muunlaisia keinoja eli sijaissuorituksia. Kysymykseen voisi tulla esimerkiksi suunnatun osakeannin käyttö niin, että velkojat tai tietyt velkojat saavat merkitä velallisyhtiön osakkeita saataviaan vastaan”.*²³⁸

Velkakonversioselvitys käsittelee velan konvertoimiseen osakkeiksi kuittaamisen kautta liittyviä mahdollisia ongelmatilanteita. Selvityksen mukaan konversion ja kuittauksen välisen suhteen suurimmaksi ongelmaksi nousee YrSanL 18:2 §:n ja 19:3 §:n kirjaimellinen tulkinta. YrSanL 19:3 §:n nojalla saneerausmenettelyn aikana velkojalla on oikeus käyttää saatavaansa kuittaukseen menettelyn alkaessa

²³⁷ VN:n velkakonversioselvitys, s. 20–44.

²³⁸ Hallituksen esitys eduskunnalle yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi, HE182/1992, s. 45.

olevaa velkaansa vastaan vastaavin perustein kuin konkurssissa. KonKL 6:2.1 § mukaan velkoja ei saa käyttää kuittaukseen saatavaa, jonka perusteella hänellä ei ole oikeutta saada suoritusta konkurssipesästä. Toisekseen velkoja ei saa käyttää kuittaukseen saatavaa, joka on velkojen maksunsaantijärjestyksestä annetun lain (1578/1992, muutoksineen, jälj. ”MJL”) 6.1 §:n 3–5 kohtien perusteella viimesijaista saatavaa. Asianomaisen lainkohdan mukainen subordinoitu joukkovelkakirjalaina sekä OYL 12 luvun mukainen pääomalaina ovat esimerkiksi lainoja, joita ei tämän mukaisesti voisi käyttää kuittaukseen. On kuitenkin huomioitava, että edellä mainitut kuittaustilanteet liittyvät menettelyn aikaisiin kuittaustilanteisiin, varsinaisen saneerausohjelman mukaiset suoritukset tulevat määritellyksi saneerausohjelman vahvistamiseen liittyvän menettelyn kautta.

Yhtiöoikeudellisessa oikeuskirjallisuudessa viitataan osakkeen maksamiseen apportilla eli kvalifioituun osakeantiin, kun velkainen yhtiö pyrkii vapautumaan vastuustaan maksamasta velkojaan tai osaa niistä päästyään velkojan(jien) kanssa sopimukseen siitä, että nämä merkitsevät saatavistaan yhtiön osakkeita.²³⁹ Velkakonversion ja apporttimaksun suhteesta nousee kysymykseksi se, voidaanko velkojen yhtiöön kohdistuvilla saamisoikeuksilla taikka veloilla, joihin saamisoikeudet kohdistuvat, nähdä taloudellista arvoa konversiohetkellä yhtiön kannalta. Apporttimaksun sallivaan osakeantipäätökseen on OYL 9:12.2 §:n nojalla liitettävä selvitys, josta käy ilmi yksilöity apporttiomaisuus sekä sen arvostamiseen vaikuttavat seikat ja arvostamisessa käytetyt menetelmät. OYL 9:14.4 §:n mukaan tilintarkastajan on annettava selvityksestä lausunto ja otettava kantaa siihen, oliko apporttiomaisuudella vähintään maksua vastaava taloudellinen arvo yhtiölle.

Velkakonversioselvityksen yhteenvetona yrityssaneerauksen ja yhtiöoikeuden rajapinnasta todetaan velallisen säilyttävän pääsääntöisesti YrSanL 29 §:n mukaisesti omaisuutensa vallintaoikeuden, eikä saneerausmenettelyn aloittaminen poista yhtiön toimielimiltä oikeutta edustaa yhtiötä ja toimia sen puolesta (YrSanL:n mukaisin rajoituksin) asemansa mukaisesti. Esimerkiksi saneerausmenettelyn aikana toteutettava Velkakonversio vaatii aina OYL:n päätöksentekoa ja osakeantia koskevien säännösten noudattamista. Koskelo on myös korostanut, että mikäli ei ole kyseessä YrSanL:n tuntema velkajärjestelykeino, toimenpide tulee kyseeseen ainoastaan samoin edellytyksin, kuin saneerausmenettelyn ulkopuolellakin.²⁴⁰ Yrityssaneerailain 42 § siis mahdollistaa velkajärjestelyn sisältävän mahdollisuuden velkojen kokonaisen tai osittaisen maksamisen velkojan toimialan ja aseman kannalta kohtuullisin sijaissuorituksin. Hallituksen esityksessä mainitaan esimerkkinä lain tarkoittamasta sijaissuorituksesta, rahavelan suorittamista muuna kuin rahana. Tämän mukaisena voidaan pitää suunnatun osakeannin käyttämistä niin, että velkojat saavat merkitä osakkeita saataviaan vastaan.²⁴¹

Velkakonversion käyttämisessä saneerausohjelman mukaisena keinona on tärkeää tarkastella erikseen jo *de lege lata* -perusteisesti velkojalle annettavaa *oikeutta* konversioon ja toisaalta *mahdollisuutta velvoittaa* velkoja konversioon. VN:n velkakonversioselvityksessä ilmenee, että erityisesti Saksassa on korostettu, ettei yksittäistä velkojaa voida velvoittaa (joukkovelkakirjalainojen haltijoita lukuunottamatta) konvertoimaan saatavaansa osakkeiksi, eikä velkakonversiota voida Saksassa toteuttaa vastoin kulloinkin

²³⁹ J. Kyläkallio, O. Iirola, K. Kyläkallio: Osakeyhtiö II, Edita Publisihing Oy, 2015, s. 96.

²⁴⁰ Pauliine Koskelo, Yrityssaneeraus, Talentum, 1994, s. 283–284.

²⁴¹ HE 182/1992, s. 92.

kyseessä olevien velkojen tahtoa. Mietittäessä Uudelleenjärjestelydirektiivin perusteella uutta lainsäädäntöä keskeisenä *de lege ferenda* -kysymyksenä on, voidaanko ja millä edellytyksillä saneerausohjelmassa ja/tai saneerausohjelmassa ja liitännäisessä yhtiöoikeudellisessa menettelyssä velvoittaa yksittäinen velkoja konvertoimaan saatavansa osakkeiksi. Suomen nykyisenä oikeuskäytäntönä on, sen ohella, että osakkeenomistajat tekevät velkakonversion osalta yhtiöoikeudelliset päätökset, että menettely edellyttää myös vapaaehtoisuutta konversioon suostumisen osalta; *”velkojat itse päättävät konvertoivatko saatavansa osakkeiksi vai ei”*.²⁴²

Uudelleenjärjestelymenettelyn yhteydessä voidaan käytännössä päätyä taloudellisesti Velkakonversion kaltaiseen tilanteeseen, mikäli tuomioistuin katsoo oikeaksi hyväksyä yhtiöoikeudellisesti menettelyn, missä yhtiön varat ja liiketoiminta siirretään saneerausohjelman laatijan ehdotuksen perusteella velkojen omistamaan yhtiöön tilanteessa, jossa yhtiön omistajilla (tai mahdollisesti myöskään heikommalla oikeudella olevilla velkojilla) ei ole jäljellä taloudellista intressiä yhtiössä. Tällöin on arvioitava kysymystä luonnollisesti myös vähemmistövelkojen oikeussuojan näkökulmasta. Tämän tilanteen osalta on kuitenkin otettava huomioon, että järjestelyä varten tulisi erillisenä pre-pack -toimena perustaa ennalta yhtiön velkojen tarkoitusta varten omistama yhtiö. Mikäli osa velkojista kieltäytyisi vastaanottamasta osakkeita tästä yhtiöstä, tulee heidän asemansa ratkaista neuvotteluteitse ennen menettelyn hyväksymistä, esimerkiksi sopimalla vastustavalle velkojalle tulevasta käteissuorituksesta velallisyhtiöstä. Tällaisena velkojana voi luonnollisesti olla myös esimerkiksi valtio yhtiön verovastuiden perusteella. Scheme-perusteiseen ”käytännön velkakonversioon” ei näin ollen liity saman tyyppistä ongelmaa tilanteissa, joissa osa velkojista ei suostu vastaanottamaan osakkeita konversiossa, tai ei esimerkiksi regulatiivisten syiden perusteella voi niitä vastaanottaa.

1.2 Saatavan arvonmäärittäminen velkakonversion lähtökohtana

Suomalaisessa oikeuskäytännössä tapauksessa KKO 2003:73 oli kysymys osakeyhtiömuotoiselle velallisyhtiölle käräjäoikeudessa vahvistetusta saneerausohjelmasta ja sen suhteesta yhtiön pääomalainaehdoisesta vaihtovelkakirjalainan ehtojen sisältämään vaihto-oikeuteen. Saneerausohjelmassa oli leikattu velkojan antama pääomalainaehdoinen vaihtovelkakirjalaina kokonaan pois ja sitä koskeva maksuvelvollisuus poistettu, minkä KKO myös tuomiossaan vahvisti. KKO:n perusteluiden mukaan lainan luonnetta ei muuttanut se, että lainaehdoin oli liitetty velkojan oikeus konvertoida lainaa velallisyhtiön osakkeiksi. Näin ollen on ollut riidatonta, että velkojan antaman lainan maksuvelvollisuus on tullut saneerausohjelmassa poistetuksi, sillä sitä paremmalla etusijalla olevien velkojen maksuvelvollisuutta oli ohjelmassa leikattu. KKO ei antanut merkitystä sille, että velkoja ei voinut käyttää vaihto-oikeuttaan, ennen kuin lainan maksuvelvollisuus oli saneerausohjelmassa poistettu. Maksuvelvollisuuden täydellinen poistaminen tarkoitti KKO:n mukaan myös sitä, että pääomalainaan perustunut velkasuhde velkojan ja velallisyhtiön välillä oli kokonaan lakannut. Näin ollen lainan Konversio edellytti lainaerän oikeudellista

²⁴² VN:n velkakonversioselvitys, Liite 2, liitetaulukko.

olemassaoloa, mutta velkojan velvoiteoikeudelliset oikeudet olivat lakanneet. Tästä johtuen velkojan oikeus konvertoida laina velallisyyhtiön osakkeisiin oli rauennut.²⁴³

Tässä oikeustapauksessa tiivistyy yksi velkakonversioon liittyvä keskeinen oikeudellinen kysymys; tuleeko saneerausmenettelyssä leikata tai poistaa huomommalla etuoikeudella olevia saatavia, ilman, että niihin mahdollisesti jo sovitujen ja yhtiöoikeudellisesti hyväksytyjen konversio-oikeuksien käyttö hyväksytään toteutuvaksi? Tällöin noudatettaisiin käytännössä edellä mainittua apporttisääntöä, joka edellyttää konvertoitavan saatavan arvostamista (jäljellä) olevaan markkina-arvoon konversiossa. Velkojen keskinäisessä relaatiassa tulee luonnollisesti maksunsaantijärjestyksestä annetun lain mukaiset määräykset ensimmäisenä sovellettavaksi, mutta käytettäessä yhtiön osakkeita surrogaattina voidaan myös perustellusti argumentoida sen tapahtuvan yhtiön olemassa olevan varallisuuden ulkopuolisella instrumentilla. Tällöin voisi argumentoida olevan mahdollista käyttää yhtiöoikeudellisten päätösten kautta hyväksyttyä osakeinstrumenttia maksun surrogaattina myös tilanteissa, joissa surrogaatin vastikkeella ei ole jäljellä markkina-arvoa tai se on arvoltaan vähäinen. Keskeisenä yhtiöoikeudellisenä edellytyksenä on luonnollisesti oltava lain edellyttämän painavan taloudellisen syyn olemassaolo, jota tulee arvioida yhtiön näkökulmasta osakeantihetken mukaan. Edellä mainitun KKO 2003:73 osalta on edelleen huomioitava, että se on annettu vanhan osakeyhtiölain ("VOYL") aikana, jolloin osakkeilla lähtökohtaisesti edellytettiin olevan nimellisarvo. Nykyisellään OYL:n mukaisesti osakkeilla ja osakepääomalla ei ole enää kiinteää suhdetta toisiinsa. Osakkeita voidaan antaa ja/tai mitätöidä osakepääomaa korottamatta tai alentamatta. OYL mahdollistaa osakkeiden emittoimisen jopa ilman vastiketta, jolloin voisi ajatella, että tuomioistuimien kanta tällaisessä tapauksessa saattaisi nykyinsäädännön mukaisesti poiketa KKO 2003:73 mukaisesta tuomiosta.

Yrityssaneerausmenettelyssä tuomioistuinta sitoo pakkovahvistamistilanteissa (vahvistettaessa ohjelmaa, jossa sitä vastaan on äänestänyt yksi tai useampi velkojaryhmä) YrSanL 54 § 5k. mukainen ehdottoman etuoikeuden periaate. Sen mukaisesti edellytyksenä vahvistamiselle on, että vastaan äänestäneille, muista kuin vakuusvelkojista koostuvaa velkojaryhmää huomommassa etuoikeusasemassa olevien saatavien velkojille ei ohjelman mukaan tule suoritusta. Tällaisena suorituksena voitaneen pitää myös, lähtökohtaisesti velallisen varallisuuden ulkopuolista, yhtiön omistajien varallisuus oikeuksiin kuuluvina yhtiön osakkeina maksettavaa surrogaattia. Oikeustila ei kuitenkaan tässä suhteessa ole täysin selkeä. Koulun korostaa edelleen, että ehdottoman etuoikeuden periaate on voimassa vain pakkovahvistamisessa, vaikka tapauksen KKO 2003:73 perustelut antavat kuvan perustelujen yleispätevyydestä.²⁴⁴

Tuomioistuimilla tulisi olla pakkovahvistamistilanteissa nykyistä laajempi harkintavalta eurooppalaisten verrokkimaiden, esimerkiksi Ranskan, Saksan, Hollannin ja Ison-Britannian käytäntöjen mukaisesti.²⁴⁵ Erityisesti tämä koskee normaalisti yhtiön osakkaiden myötävaikutuksella lähtökohtaisesti osakkeille kuuluvan varallisuuden, yhtiön osakkeisiin liittyvien oikeuksien, antamisesta päättämiseen saneerausohjelman vahvistamisen yhteydessä. Yhtiöoikeuden perusteiden mukaisesti voidaan ja tulee

²⁴³ KKO 2003:73.

²⁴⁴ Risto Koulun, 2007, s. 269.

²⁴⁵ VN:n velkakonversioselvitys, Liite 2, liitetäulukko.

erottaa yhtiön varojen jakoa koskevat rajoitukset ja tilanteet siitä, että yhtiön osakkeenomistajien tulisi vielä saneerausmenettelytilanteissa lähtökohtaisesti voida disponoida varallisuus oikeuksiinsa kuuluvia yhtiön osakepääomaan oikeuttavia instrumentteja koskevia kysymyksiä tietyin edellytyksin myös edellä kuvatuissa pakkovahvistamistilanteissa, erityisesti olettaessa, että osakkeilla on jäljellä taloudellista arvoa. Tämä tulisi tapahtua kuitenkin siten, että yrityssaneeraustilanteissa, joissa on aina kysymys yhtiön YrSanL:n mukaisesta maksukyvyttömyydestä tai uhkaavasta maksukyvyttömyydestä, tuomioistuin myös voisi perustelluista syistä rajoittaa tätä osakkaiden disponointioikeutta nykyistä selvästi laajemmalla harkintavallalla. Laajemman harkintavallan tarve osakkeenomistajan oikeuksiin liittyvissä kysymyksissä koskee erityisesti tilanteita, joissa osakkaat puolestaan toimivat yrityssaneerauksessa vastoin yrityksen ”ääntä” käyttävän selvittäjän ehdotuksia ja näkemystä yhtiön osakkeisiin liittyviin oikeuksiin liittyvissä kysymyksissä, erityisesti tilanteissa, joissa osakkailla ei ole enää katsottava olevan taloudellista intressiä yhtiössä yhtiön omien varojen menetyksestä johtuen.

Suomessa voitaisiin osakkeenomistajan oikeuksien osalta harkita, Englannin Scheme-menettelyyn liittyvän alla kuvatun oikeuskäytännön mukaisesti, antaa tuomioistuimille laajempi harkintavalta tilanteissa, joissa: i) yhtiön omistajilla ei enää perustellun arvonmäärityksen kautta arvioituna katsota olevan mitään taloudellista intressiä yhtiössä yhtiön omien varojen menetyksen seurauksena ja ii) osakkeille on varattu mahdollisuus vastustaa ohjelmassa ehdotettua menettelyä ja esittää kaikki perusteet vastustavalle näkemykselle asiaan liittyvässä yhtiöoikeudellisessa tuomioistuinmenettelyssä sekä halutessaan merkitä osakkaiden merkintäetuoikeuden kautta vastaavasti itse uusia osakkeita yhtiössä tarvittavan lisäpääomituksen määrän mukaisesti. Tällöin yhdistetyn yhtiöoikeudellisen Scheme-menettelyn ja yrityssaneerausmenettelyn kautta arvioidun yhtiön talousaseman perusteella voitaisiin poikkeuksellisesti hyväksyä esimerkiksi yhtiön osakkeisiin käytännössä vaikuttava Scheme-menettely, jossa tuomioistuin vahvistaa yhtiöoikeudellisen hyväksymisen yhtiön varallisuuden ja liiketoiminnan siirrosta kolmannelle, tavallisimmin velkojien perustamalle erillisyyhtiölle. Tämä voitaisiin toteuttaa saneerausohjelman osana myös ilman sen lähtökohtaisesti edellyttämää yhtiön osakkaiden myötäväikutusta. Perusteena sille, että osakkaiden mahdollinen eriävä näkemys jätettäisiin tuomioistuinkäsittelyssä huomiotta, olisi se, että osakkailla ei ole taloudellista intressiä yhtiössä.

Arvion osakkeiden (ja mahdollisesti huonommalla oikeudella olevien velkojen) taloudellisen intressin menetyksestä olisi ensin velvollinen tekemään saneerausohjelmaa laativa pesänselvittäjä, niine velvoitteineen toiminnan objektiivisuudesta, joita YrSanL asettaa pesänselvittäjän toiminnalle. YrSanL:n 8 §:n mukaan selvittäjällä on oltava tehtävän edellyttämä kyky, taito ja kokemus, eikä selvittäjä saa olla osapuoliin sellaisessa suhteessa, joka voi olla omiaan vaarantamaan hänen riippumattomuuttaan velalliseen nähden tai hänen tasapuolisuuttaan velkojiin nähden. YrSanL:n mukaiseen menettelyyn liittyvässä yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä tulisi tämän perusteella tuomioistuimessa arvioitavaksi saneerausohjelman laatimisen perusteena olevaan tilinpäätösselvitykseen perustuen, voidaanko ohjelmaehdotukseen sisältyvä esitys yhtiön varojen ja liiketoiminnan siirtämisestä velkojien omistamalle yhtiölle toteuttaa loukkaamatta osakkaiden tai mahdollisesti huonommalla etuoikeudella olevien velkojien intressiä.

Englannin oikeudessa osakkaiden tai alemmassa etuoikeusasemassa olevan velkojaluokan taloudelliseen asemaan, näiden vastustuksesta huolimatta, vaikuttava Scheme of Arrangement -tuomioistuinratkaisu

ilmenee tapauksessa *Re Bluebrook Ltd*²⁴⁶. Tapausta kuvataan yksityiskohtaisemmin, koska siitä ilmenee Englannin oikeuden keskeiset perusteet velkakonversioon liittyen. Englannin oikeuden osalta on huomattava, että velkakonversio, jolla yhtiön osakkaiden ”luokan” kannan vastaisesti siirretään yhtiön osakeomistus suoraan velkojille, osakekonversiota vastaan, ei lähtökohtaisesti ole mahdollista. Samaan taloudelliseen lopputulokseen on kuitenkin mahdollista päästä siten, että yhtiö (esimerkiksi maksukyvyttömyysoikeudellisen selvitysmiehen edustamana) esittää menettelyä, jossa yhtiön jäljellä oleva varallisuus ja liiketoiminta siirretään kolmanteen yhtiöön, jona toimii tavallisesti yhtiön velkojen perustama yhtiö ja tämä menettely vahvistetaan yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä, minkä yhteydessä menettelyä vastustavilla osakkailla tai velkojilla on mahdollisuus esittää tuomioistuimenmenettelyssä kaikki perusteet ehdotettua menettelyä ja sen oikeudenmukaisuutta vastaan.²⁴⁷

Re Bluebrook Ltd tapauksen lähtökohtatilanteena oli, taseasemansa perusteella, yli 300 miljoonaa puntaa ylivelkainen yhtiö, joka oli jättänyt maksamatta seniorivelkojiansa korkoja ja näiden lainojen pääomat olivat erääntymässä maksettaviksi. Yhtiöllä oli noin 120 miljoonaa puntaa toissijaisia, niin kutsuttuja mezzanine -velkoja, joiden oikeudellinen asema oli yhtiön velkojen välisessä intercreditor-sopimuksessa selkeästi (ja kiistämättömästi) alisteinen yhtiön niin kutsutuille seniori -velkojille. Yhtiö oli päätenyt tämän perusteella hakemaan Scheme -menettelyä, johon oli kutsuttu mukaan yhtiön seniorivelkojat, mutta ei mezzanine-velkoja. Mezzanine-velkoja ei oltu kutsuttu mukaan Scheme-menettelyyn, sillä yhtiön mukaan ehdotettu menettely ei vaikuttanut mezzanine -velkojen asemaan. Perusteena tälle oli, että heillä ei ollut enää jäljellä taloudellista intressiä yhtiössä. Scheme-menettelyssä pyydettiin tuomioistuimelta yhtiöoikeudellista vahvistusta siihen, että yhtiön liiketoiminta voitiin siirtää kokonaisuudessaan toiseen, yhtiön seniorivelkojen omistamaan yhtiöön. Ehdotetussa Scheme-menettelyssä hyväksyttiin yhtiön liiketoiminnan ja varallisuuden siirto seniorivelkojen (ja pienin osin yhtiön johdon) omistamaan yhtiöön, lukuun ottamatta yhtiöön jäävää 12 miljoonan seniorivelkaa. Varojen siirron toteuttaisi puolueeton administrator-selvitysmies. Yhtiöön ei jäänyt varallisuus- ja liiketoimintasiirron jälkeen varoja kattamaan mezzanine-lainantajien vastuita.

Tuomion perustelujen mukaisesti yhtiöllä on ensinnäkin oikeus valita osapuolet, joille järjestelyä (tai kompromissia) ehdotetaan. Yhtiö oli näin ollen *prima facie* oikeutettu jättämään mezzanine -lainantajat Scheme-menettelyn ulkopuolelle ja ehdottamaan menettelyä ainoastaan seniori-lainantajien kanssa.²⁴⁸

Koska Scheme-menettely ei koskenut mezzanine-lainantajia, he eivät olleet sidottuja Scheme-menettelyyn ja näin ollen heidän oikeuksiaan ei suoranaisesti muutettu. Mezzanine-lainantajat eivät näin voineet vastustaa menettelyn olevan sellaisenaan heille menettelyn osapuolena epäoikeudenmukainen, mutta heillä oli mahdollisuus valittaa tuomioistuimelle epäoikeudenmukaisesta kohtelustaan järjestelyssä muutoin, kuin heidän suoria oikeuksiaan muuttaen.

Oikeuskäsittelyn yhteydessä yhtiö ja seniorivelkojat hankkivat yhtiön varallisuudesta kolmeen metodiin perustuvat arviot, joista korkein oli määrältään 265 miljoonaa puntaa, huomattavasti alle seniorivelkojen

²⁴⁶ *Re Bluebrook Ltd*, [2009] EWHC 2114 (Ch).

²⁴⁷ Jennifer Payne, 2014, s. 240-241.

²⁴⁸ *Re Bluebrook Ltd*, [2009] EWHC 2114 (Ch).

313 miljoonan punnan kokonaissaatavan määrän. Myös mezzanine-velkojat hankkivat varallisuudesta oman arvion, mutta tuomioistuimien katsoi perusteluissaan, että mezzanine-lainanantajien hankkima raportti yhtiön varojen määrästä oli luonteeltaan paremminkin tilastollinen analyysi, kuin perustellusti toteutettu arvonmäärittäminen; tämän mukaisesti yhtiön varallisuuden määrä olisi ollut 300 ja 385 miljoonan punnan välissä. Tuomioistuimen tuomion perustelujen mukaisesti yhtiön ja seniorivelkojen arvonmäärittäminen oli perusteiltaan kokonaisvaltainen ja kohdistui oikeaan teemaan: paljonko ostaja maksaisi nyt yhtiöstä ja sen konsernista.

Tuomioistuimen hyväksymän arvonmäärittäksen perusteella tuomioistuimien katsoi, että yhtiö ja sen johto toteuttivat tasesiirrot going concern -perusteisesti yhtiön edun mukaisesti, koska siirrot varmistivat parhaan odotettavissa olevan kertymän yhtiön velkojen maksamiseksi, eikä siirroilla loukattu mezzanine-lainanantajien asemaa, koska, arvonmäärittämiin perustuen, heillä ei ollut jäljellä taloudellista intressiä varallisuuteen.

Mezzanine-lainanantajat pyrkivät myös vetoamaan mahdollisuuteen siirtää asian käsittelyä. Tuomioistuimien ei kuitenkaan katsonut olevan edellytyksiä näin tehdä, vaan Scheme-menettelystä tuli päättää tehdyn esityksen perusteella, taloudellisen intressin puuttuessa ei ollut myöskään perusteita viivyttää menettelyä. Mezzanine-lainanantajat eivät olleet osapuolina Scheme-menettelyssä, joten heidän oikeuttaan ei muutettu, mutta tuomioistuimen perustelujen mukaan mezzanine-lainanantajilla ei ollut myöskään perusteita väittää, että heitä olisi kohdeltu järjestelyssä yleisesti epäoikeutetusti, koska heillä ei ollut jäljellä mitään taloudellista intressiä yhtiön varoihin.

Re Bluebrook Ltd -tuomioon viitataan usein perusteena mahdollisuudesta päättää Scheme-menettelyyn liittyvän maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä käytännössä velkakonversioon johtavasta yhtiön rakennejärjestelystä. Payne tiivistää tapauksen mezzanine -lainanantajien ulos sulkevaa kohtelua, joka toki käytännössä oli myös tapauksen osakkeenomistajien lopputulemana:

*“Effectively, therefore, the mezzanine lenders were shut out. Although they objected to the schemes, their objections were not upheld, as they had no economic interest remaining in the company at the relevant time. This was not a cram down of a whole class per se, but the result was the same.”*²⁴⁹

On huomattava, että myöskin englantilaisessa administration-menettelyssä suojataan vakuudellisten velkojen oikeutta vakuuden realisointiin. Mikäli huomattavalla oikeudella olevalle velkojalle on esimerkiksi velkojen välisessä ”inter-creditor” -sopimuksessa luotu toissijainen (”second lien”) oikeus yhtiön seniorivelkojen hallitsemiin vakuuksiin, tulee tämä ottaa järjestelyssä huomioon. Uudelleenjärjestelymenettelyissä voi tulla arvioitavaksi myös poikkeuksellisesti vakuudellisten velkojen ja niihin liittyvien vakuuksien mahdollinen järjestely, jos kvalifioitu määränemmistö vakuuden haltijoista (ja kustakin luokasta) kannattaa ehdotettua menettelyä. Kysymys on tällöin siitä, että tuomioistuimien katsoisi, että myös täysin ulkopuolisen, harkintakykyisen henkilön arvioinnin mukaan ehdotettu ratkaisu edistäisi vakuudenhaltijoiden yhteistä etua.

²⁴⁹ Jennifer Payne, 2014, s. 242.

1.3 Velkakonversioselvitykseen perustuva yhteenveto velkojen osakekonversion malleista ja niihin liittyvistä kysymyksistä

VN:n velkakonversioselvityksen yhteenvetotaulukon mukaan vertailumaiden nykyisessä lainsäädännössä tuomioistuimille ei ole annettu erikseen säädettyä mahdollisuutta päättää, vastoin yhtiön yhtiökokouksen myötävaikutusta, velkakonversiosta maksukyvyttömyysoikeudellisen saneerausmenettelyn yhteydessä Suomen ohella myöskään Ruotsissa, Tanskassa eikä Hollannissa (jossa kylläkin vireillä asiaan liittyvää lainsäädäntöä). Saksassa, Ranskassa, Englannissa, Sveitsissä ja USA:ssa on erilaisia mekanismeja, joissa tuomioistuimet voivat käytännössä, niille annetun harkintavallan kautta, puuttua osakkeenomistajan oikeuksiin myös vastoin osakkaiden myötävaikutusta maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä.

Velkakonversioselvityksen mukaisesti osassa kansainvälisissä verrokkivaltioissa on lainsäädäntöä, jossa pakottava Velkakonversio on mahdollista, mutta myös valtioita, joissa se ei ole mahdollista. Myös maissa, joissa velkakonversiomahdollisuus on saneerausmenettelyssä mahdollista, on sitä vastaan esitetty perusteltuja näkemyksiä. Yhtiön saneerausvaiheessa toteutettavaan Velkakonversioon liittyy luontainen rakenteellinen intressikonflikti yhtiön omistajien ja sen rahoittajien välillä. Mikäli oikeusjärjestys hyväksyy saneerauksessa, vaikkakin lain usein edellyttämässä menettelyssä tehtävän konkurssivertailun jälkeen, velkojen saatavien jopa täydellisen leikkauksen saneerausohjelmassa, ilman, että osakkaiden oikeuksiin on puututtu, voidaan perustellusti argumentoida järjestelmän suosivan rakenteellisesti osakkeenomistajia. Tähän argumentaatioon liittyy kuitenkin kaksi keskeistä varaumaa. Ensinnäkin Koulun argumentaation mukaisesti, yrityksen saneerausta voidaan katsoa toteutettavan aina konkurssiuhan alla. Mikäli edellytyksiä saneeraukselle tai ohjelman hyväksymiselle ei esimerkiksi velkojen vastustuksen vuoksi ole, ajautuu yhtiö vääjäämättä konkurssiin ja omistajat menettävät yhtiön omistuksen konkurssin kautta.²⁵⁰ Toisena keskeisenä varaumana on saneerausmenettelyn mekaniikkaan usein liittyvä menettely saneerausohjelmassa leikattujen saatavien palautumisesta maksettaviksi osittain tai kokonaan saneerausohjelmassa määrätyn lisäsuoritusvelvollisuuden perusteella, mikäli yhtiön kehitys poikkeaa saneerausohjelman perusteena olevasta mallista. Tämä mekanismi sisältyy myös Suomen YrSanL:iin. Lain 42 §:n mukaisesti saneerausohjelmassa tulee määrätä muun muassa niin kutsutusta lisäsuoritusvelvollisuudesta, eli velvollisuudesta ohjelman mukaisia suorituksia suurempiin suorituksiin velkojille, mikäli yhtiön taloudellinen kehitys on toteutunut ennakoitua paremmin. Lisäsuoritusvelvollisuus yhdistettynä YrSanL:n 58 §:n mukaiseen ohjelman aikaiseen varojenjakokieltoon toimivatkin yhdessä merkittävänä velkojen aseman suojamekanismeina. Hyvässä saneerauskäytännössä ohjelmassa on ainakin osittainen lisäsuoritusvelvollisuus lähtökohtaisesti aina mukana, antaen kuitenkin myös haastavassa tilanteessa olevalle velalliselle riittävän insentiivin päästä hyväksytyn ohjelmaehdotuksen perusteena olevaa taloudellista mallia parempaan taloudelliseen suoritukseen.

²⁵⁰ Risto Koulun, 2007.

Suomalaista mallia velkakonversiosta voitaisiin perustellusti kehittää Englannin oikeuden mallin pohjalta, tunnustaen selkeästi rakenteellisen intressikonfliktin yhtiön omistaja- ja rahoittajainstituutioiden välillä ja rakentaen mallia tämä huomioiden. Nykyistä laajempi harkintavalta tuomioistuimille, yrityssaneerausmenettelyyn tarvittaessa liitetyn yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta, olisi perusteltua. Hyvä lainsäädäntö edellyttää lain perusteluissa myös riittävää selvyyttä lain päämäärästä ja tarkoituksesta sekä mahdollisesti esimerkkejä lain käyttötilanteista lakia soveltaville tuomioistuimille. Uudelleenjärjestelymenettelyyn mahdollisesti liittyvän velvoittavan Velkakonversion osalta tilanteeseen liittyvä haasteellinen rakenteellinen, yhtiön omistajien ja velkojien välinen intressiristiriita on erityisesti tärkeä alue lain perusteluissa käsiteltäväksi. Englannin lain mukaista mallia voidaan tässä suhteessa pitää eri intressitahojen oikeussuojatarpeita asianmukaisesti huomioon ottavana oikeusmekanismina.

VN:n velkakonversioselvityksen loppuraportti julkaistiin tammikuussa 2018, minkä jälkeen oikeusministeriö järjesti siitä keväällä 2018 laajan lausuntokierroksen.²⁵¹ Lausunnonantajia pyydettiin arvioimaan sekä selvityksen tuloksia että selvitykseen liittyen Suomen maksukyvyttömyys- ja yhtiölainsäädännön toimivuutta ja muutostarpeita. Oikeusministeriön lausuntoyhteenvedossa todettiin enemmistön lausunnonantajista pitävän Suomen oikeustilaa puutteellisenä velkakonversion ja maksunsaantijärjestyksen osalta ja kannattavan yrityssaneerausta ja yritysjärjestelyjä koskevien säännösten muutostarpeen tarkempaa arviointia. Moni lausunnonantaja katsoi, että kansainvälisistä käytännöistä poikkeava osakkeenomistajien etusija velkoihin nähden saneerausmenettelyssä vääristää suomalaista insolvenssijärjestelmää. Suuri osa lausunnonantajista oli sitä mieltä, että velkakonversiota koskevan lainsäädännön muuttaminen olisi toteutettava kiireellisesti. Useat lausunnonantajat pitivät sääntelyn tarkistamista tarpeellisenä EU:ssa valmisteltavana olevan Uudelleenjärjestelydirektiivin johdosta. Eräät lausunnonantajat pitivät nykytilaa riittävänä, eivätkä nähneet muutostarvetta. Lausunnonantajilla oli vaihtelevia ajatuksia mahdollisen sääntelyn tarkemmasta sisällöstä ja velkakonversion toteuttamistavasta.²⁵²

1.4 Toisen (yhteensovitetun) yhtiöoikeusdirektiivin perusteiden huomiointi

Hollannin ennakoivaa uudelleenjärjestelymenettelyä koskevan lainvalmistelun yhteydessä on viitattu toisen (yhteensovitetun) yhtiöoikeusdirektiivin eli tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio) annetun direktiivin (EU) 2017/1132 mukaisiin edellytyksiin. Nämä liittyvät julkisten yhtiöiden pääoman korottamista koskeviin säännöksiin; erityisesti direktiivin artikla 68, jonka mukaisesti päätös pääoman korottamisesta on tehtävä yhtiökokouksessa, sekä artikla 72, jonka mukaisesti yhtiön osakkeenomistajille

²⁵¹ VN-TEAS: VNK/817/48/2017, <<https://tietokayttoon.fi/julkaisu?pubid=24204>>, versio 20.9.2018.

²⁵² Oikeusministeriö, Mietintöjä ja Lausuntoja 25/2018, Syyskuu, 2018, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta Lausuntotiivistelmä. <<http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-259-702-1>>, versio 20.9.2018.

on tarjottava etuoikeus merkintään (suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat pääomasta) aina kun pääomaa korotetaan rahana maksettavaa vastiketta vastaan, ovat olennaisia liittyen Velkakonversioon.²⁵³

Nämä säännökset liittyvät julkisiin yhtiöihin ja tulevat luonnollisesti huomioitaviksi mahdollisia uusia yhtiöoikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelyjä mietittäessä. Scheme-tyyppisen, osakkaiden oikeuksiin käytännössä vaikuttavien uudelleenjärjestelymenettelyjen yhteensovittaminen julkisten yhtiöiden kohdalla direktiivin säännösten kanssa ei muodostune ongelmaksi. Myös englantilainen oikeuskäytäntö on näin joutunut luonnollisesti tekemään. Julkisten yhtiöiden osakepääoman korotusta koskevat päätökset tehdään yhtiökokouksissa ja osakeanteja koskevissa menettelyissä edellytetään lähtökohtaisesti toisen yhtiöoikeusdirektiivin mukaisesti noudatettavan osakkaiden merkintäetuoikeutta.

Erityisesti velkakonversiomenettelyä koskevien kysymysten kannalta on kuitenkin tärkeä huomata direktiivin edellytykset yhtiökokousmenettelystä osakepääoman korotuksissa ja osakkaiden merkintäetuoikeudesta julkisissa yhtiöissä. Yhteensovitettu toinen yhtiöoikeusdirektiivi ei rajaa maksukyvyttömyysmenettelyä direktiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Voidaan perustellusti argumentoida, että pakottava maksukyvyttömyysoikeus syrjäyttää EU:n direktiivien yhtiöoikeudelliset vaatimukset vähintään konkurssimenettelyjen osalta, joissa velallinen lähtökohtaisesti menettää disponointioikeuden yhtiössä, vaikka hallitus ja toimitusjohtaja voivat konkurssivelallisena edustaa yhtiötä.

Hollannin vuonna 2017 ehdotetun ”Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans to Avert Bankruptcy” mukaisesti laissa todetaan, että julkisissa yhtiöissä velkakonversiosta tulee tehdä päätös yhtiökokouksessa ja siinä tulee varata yhtiön nykyisille osakkeenomistajille merkintäetuoikeus.²⁵⁴ Perustuen ilmeisimmin lopulliseen Uudelleenjärjestelydirektiiviin tehtyihin tarkennuksiin direktiivin perusteella annettujen säädösten suhteesta yhtiöoikeusdirektiiviin nähden, tätä vaatimusta ei ole 8.7.2019 annetussa lopullisessa lakiesityksessä.

Velkakonversiota koskevaa sääntelyä harkittaessa viitatus kodifioidun yhtiöoikeusdirektiivin säännökset tulee kuitenkin ottaa huomioon suomalaisessa lainvalmistelussa yrityssaneerausmenettelyihin liittyen.

Velkaonversion osalta lopullisessa Uudelleenjärjestelydirektiivissä on lisätty perusteluosan 96 kohtaan periaatteita liittyen maksukyvyttömyysoikeuden ja yhtiöoikeuden yhteensovittamiseen, erityisesti liittyen yhtiöoikeusdirektiiviin ja sen implementointiin jäsenmaissa. Tällä on sinänsä selvennetty suhdetta yhtiöoikeusdirektiiviin todeten, että direktiiviä olisi sen vuoksi myös muutettava vastaavasti. Kunnes mainitut muutokset on tehty, on näiden direktiivien välillä kuitenkin siis olemassa päällekkäisiä edellytyksiä. Keskeiset kysymykset liittyvät yhtiöoikeusdirektiivin edellyttämään osakkeiden antamisesta päättämiseen yhtiökokouksessa sekä osakkaiden merkintäetuoikeuteen. Tässä suhteessa viitataan Ison-Britannian Scheme of Arrangement -menettelyn jo toimivaan käytäntöön, jossa velkakonversio voidaan

²⁵³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/1132 tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio), 30.6.2017.

²⁵⁴ De Brauw Blackstone Westbroek, Unofficial Translation on Dutch Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans to Avert Bankruptcy, 23.9.2017.

toteuttaa taloudellisessa mielessä yhtiön liiketoiminnan ja varallisuuden siirron kautta ilman suoraa puuttumista yhtiön osakkeisiin.

2. Arvonmäärityksen haasteellisuus; absolute ja relative priority rule -mekanismi

Edellä on todettu yrityksen arvonmäärityksen haasteellisuus taloudellisissa vaikeuksissa olevien yritysten kohdalla. Uudelleenjärjestelydirektiivin vuoden 2016 ehdotuksessa viitattiin kansainvälisessä insolvenssioikeudessa usein referoituun, absolute priority -periaatteeseen. Periaatteen mukaan, vasta kun saneerausmenettelyssä paremmalla oikeudella olevat etuoikeusryhmät ovat saaneet täyden suorituksen saatavilleen, voivat huonommassa etuoikeusasemassa olevat ryhmät saada saneerausohjelmassa suorituksia omille saatavilleen.

EU:n komissiolle Direktiiviehdotuksesta arviontia tehnyt asiantuntijaryhmä esitteli Brysselissä pidetyssä asiantuntijakonferenssissa heinäkuussa 2018 tästä keskeisestä periaatteesta modifioitua relative priority rule -periaatteen.²⁵⁵

Relative priority rule -periaate herätti konferenssissa laajaa keskustelua ja sitä pidettiin kokoontuneiden asiantuntijoiden puheenvuoroissa tärkeänä direktiiviehdotuksen ja/tai sen perustelujen kehittämisessä. Sen avulla kyettäisiin edelleen huomioimaan saneerausmenettelyissä oikeudenmukaisesti eri luokkien välisiä luontaisia intressiristiriitoja, sekä erityisesti antamaan selvittäjille ja tuomioistuimille keinoja haastavien eturistiriitatilanteiden ratkaisemiseen.

Relative priority -rulen lähtökohtana on mahdollistaa absolute priority rule -periaatetta joustavammin tuomioistuimen oikeudenmukaiseksi katsoma saneerausohjelman sisältö, edellyttäen kuitenkin, että paremmalla oikeudella olevan ryhmän tulee saada ohjelmassa aina suhteellisesti parempi kohtelu kuin tätä huonommalla etuoikeudella oleva(t) ryhmä(t). Mikään ryhmä ei voi ohjelmassa saada saatavansa suurempaa suoritusta. Jälkimmäinen periaate on tärkeä esimerkiksi tilanteissa, joissa velkoja konvertoidaan yhtiön osakkeiksi, jolloin objektiivisilla periaatteilla olisi arvioitava, että velkojan konversiossa saama osakeomistus ei tuottaisi hänelle saatavansa ylittävää taloudellista arvoa.

Asiantuntijaryhmä perustelee relative priority -rulen lähtökohtia seuraavasti:

“However, when looking at a going concern business and at a negotiated and voted-on restructuring solution, this rigidity of the absolute priority rule can become problematic. On the one hand, it may make particularly difficult restructuring based on plans with more than one class of creditors (which are instead valuable because they allow creditors to vote according to their

255 Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law, expert group funded by the EU; Comments to the Proposal for Directive, draft of 25th June, 2018, s. 3-6, saatavilla: <www.codire.eu>, versio 9.7. 2018.

economic interests). On the other hand, the APR may impede or even condemn, in particular, any attempt to let the current shareholders retain a stake in the restructured business.

The latter concern is of special importance with owner-run/family-run businesses and thus with MSMEs; it is often desirable, though, to incentivise the shareholders/managers to restructure early, to discourage them from holding out of an agreement, to contribute and commit to the restructuring and to apply their knowledge of the business in the interest of the creditors throughout and after restructuring. We have heard evidence of this from several jurisdictions. We are not alone in highlighting these considerations. The American Bankruptcy Institute's report on Chapter 11 reform (2014) devotes a lot of attention to easing the absolute priority rule in different ways (including a specific and very sophisticated approach for MSMEs, see pp. 299-302 of the report, Chapter VII. "Proposed Recommendations: Small and Medium-Sized Enterprise (SME) Cases).

Taking into account the role that business owners of MSMEs, in particular, may be expected to play in the restructuring, the absolute priority rule may even fall short of the fairness it is supposed to ensure for distributions in the first place; we advocate, thus, for a more flexible standard allowing distributions to junior classes (or their retention of interests and economic values) even before all (dissenting) senior classes are satisfied in full."

Asiantuntijaryhmä määritteli "relative priority rule" seuraavasti:

*" 'relative priority rule' means that a dissenting class of creditors or equity holders is to receive treatment at least as favourable as any other class of the same rank and more favourable than any more junior class and that no more senior class can receive or keep economic values exceeding the full amount of the claims or equity interests of such class, as valued at the time the restructuring plan is confirmed."*²⁵⁶

Velkakonversioon liittyvää haasteellisuutta, tai asiantuntijaryhmän kuvaamaa "relatiivisuutta", voidaan selvittää hypoteettisen esimerkin kautta. Oletetaan, että yksityinen yhtiö on kehittänyt merkittävän uuden tuotteen, johon liittyvän immateriaalisen oikeuden arvo on huomattava. Tuote ei kuitenkaan vielä tuota yhtiölle riittävää taloudellista kassavirtaa ja yhtiö on tämän vuoksi ajautunut yrityssaneerausmenettelyyn. On kuitenkin ilmeistä, että yhtiön ulkopuolinen taho voisi olla valmis maksamaan yhtiön tuotteeseen liittyvästä oikeudesta yhtiön velkoja suuremman määrän. Yhtiön saneerausmenettelyn tilanteen mukaisen kirjanpidollisen aseman mukaisesti yhtiön velat ylittävät kuitenkin varojen määrän, jolloin yhtiön kirjanpidon mukaisesti määritelty konversio oikeuttaisi yhtiön omistuksen siirtymään kokonaisuudessaan yhtiön velkojille. Velkojien voidaan argumentoida saavan kuitenkin tässä tilanteessa saatavaansa nähden "perusteettoman edun", koska yhtiön tosiasiallinen varallisuusasema on kirjanpidollista varallisuusasemaa suurempi.

Panu Vikberg on pro gradu -tutkimuksessaan käsitellyt absolute- ja relative priority rule -periaatteita rahoittajien oikeuksien turvana. Hänen yksinkertaistetun käytännön esimerkin kautta relative priority rule

²⁵⁶ Idem, s. 3.

-periaatteen vaatimukset täyttäisi tilanne, jossa seniori-velkoja saa uudelleenjärjestelyn kohteena olevan yhtiön omistuksen (tai sitä vastaavan aseman liiketoiminnan ja varallisuuden siirron kautta) ja osakkaille (tai juniori-velkojalle) annetaan osto-optio kyseiseen seniori-velkojalle annettuun omistussuuteen sellaiseen option lunastushintaan, joka vastaa seniorilainan jäljellä olevaa määrää. Näin taattaisiin, että seniorilaina tulee maksetuksi ensin kokonaisuudessaan, mutta jäljempässä etusija-asemassa olevat saisivat option kautta kuitenkin oikeuden suorituksiin tämän jälkeen, mikäli järjestely on taloudellisesti tuloksellinen.²⁵⁷

EU Komission Direktiiviehdotusta arvioineen asiantuntijaryhmän huoli Uudelleenjärjestely-direktiiviehdotuksen mukaisen absolute priority rulen toimivuudesta kaikissa tilanteissa saneerausmenettelyissä on perusteltu. Yksioikaisen absolute priority rulen korostamisen sijaan, tai vähintään sen ohella, olisi tärkeä tuoda esiin periaatteeseen liittyviä epäkohtia, jotta tuomioistuimet voivat päätyä perustellusti oikeudenmukaisiin ratkaisuihin yksittäistapauksissa. Tämä yhtiö- ja insolvenssioikeuden välinen alue on keskeinen solmukohta yhtiöiden oikeudellisen toimintaympäristön sekä rahoituksen sääntelyteoriassa. Laajemman liikkumavapauden antaminen tuomioistuimelle voi oletetusti pienentää ennakoitavuutta ja sitä kautta oikeusvarmuutta, mutta kehittyvän oikeuskäytännön ohjausvaikutuksen kautta tämä vaikutus pienentyy. Mitä paremmin lainsäädännössä ja/tai sen perusteluissa avataan käsitteitä ja annetaan tarvittaessa tuomioistuimille mahdollisuus omaan harkintaan ratkaisujen oikeudenmukaisuudesta, sitä parempi lopputulos kaikkien yhtiön sidosryhmien kannalta voitaisiin saavuttaa. Näin voidaan myös perustellusti edistää tuomioistuihin ulkopuolella tapahtuvia järjestelyjä. Yhtiön ollessa joka tapauksessa aina Koulun kuvaaman konkurssiuhan alla, mutta vielä saneeraustilanteessa, olisi mielestäni perusteltua, että, sekä yhtiön velkojilla, että yhtiöllä itsellään (omistajilla), olisi sopivalla tavalla epävarmuutta siitä, miten tuomioistuin asiaa mahdollisessa riitatilanteessa laajemman harkintavallan perusteella ratkaisisi. Oikeudellinen epävarmuus ja ennakoimattomuus eivät luonnollisesti ole toivottavia asioita, mutta niillä voi olla käänteisesti osapuolten ratkaisuun pääsemistä edistävä vaikutus.

Absolute priority rule -periaate on herättänyt kritiikkiä ja relative priority rule -ajattelu puolustusta myös ideaalimallin kotimaassa Yhdysvalloissa. Douglas Bairdin vuoden 2017 artikkeli tiivistää jo edellä esittelemääni amerikkalaista oikeusajattelua osuvasti:

"Chapter 11 of the Bankruptcy Code is organized around the absolute priority rule. This rule mandates the rank-ordering of claims. If one creditor has priority over another, this creditor must be paid in full before the junior creditor receives anything. Many have suggested various modifications to the absolute priority rule. The reasons vary and range from ensuring proper incentives to protecting nonadjusting creditors. The rule itself, however, remains the common starting place. This Article uses relative priority, an entirely different priority system that flourished until the late 1930s, to show that using absolute priority even as a point of departure is suspect. Much of the complexity and virtually all of the stress points of modern Chapter 11 arise from the uneasy fit between its starting place (absolute instead of relative priority) and its procedure

²⁵⁷ Panu Vikberg, Absolute- ja relative priority rule –periaatteet rahoittajien oikeuksien turvana, Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, pro gradu, helmikuu, 2019, s. 47-48.

*(negotiation in the shadow of a judicial valuation instead of a market sale). These forces are leading to the emergence of a hybrid system of priority that may be more efficient than one centered around absolute priority.”*²⁵⁸

Bairdin keskeinen huomio liittyy yhtiön myynti -paradigmaan. Lähtökohtaisesti yksinkertaisin menettely rahoitusvaikeuksissa olevan yhtiön tilanteen ratkaisemiselle on sen myynti kokonaisuutena going-concern -perusteisesti. Uusi omistaja voi pääomittaa yhtiön haluamallaan tavalla, riippuen yhtiön tilanteesta. Jos myynti toteutuu, luonnollinen etusijajärjestys määräytyy absolute priority rule -periaatteen mukaisesti, koska yhtiön investoineiden sijoittajien rooli on tullut päätökseen ja ainoa jäljellä oleva kysymys liittyy myyntitulojen jakamiseen oikeudenmukaisesti. Tilanne on kuitenkin käänteinen, mikäli yhtiö uudelleen järjestellään myynnin sijaan. Tällöin relative priority rule -perusteisen systeemin lähtökohdat tulevat merkityksellisiksi, edistäen myös eri osapuolia pääsemään ratkaisuihin arvonmäärittäisiin liittyvissä ristiriitatilanteissa:

*”To decide who gets what under absolute priority in the absence of a sale, the judge must determine the value of the firm. The empirical evidence does suggest that, in large reorganizations, judicial valuations are unbiased, but these unbiased valuations are made with high variance. Even if bankruptcy valuations could be improved, a major problem remains: ‘All estimates of value are noisy.’ Coming within ten percent of the true value of the firm merits high praise even when the best experts do it.”*²⁵⁹

Kysymys liittyy laajempaan politologiseen kysymykseen siitä, halutaanko lähtökohtaisesti suosia yhtiöiden uudelleenjärjestelyä sen sijaan, että edistettäisiin vaikeuksissa olevien yhtiöiden myyntiä kokonaisuutena. Uudelleenjärjestelydirektiivi lähtee ensisijaisesti uudelleenjärjestelyä suosivasta lähtökohdasta, huolimatta siitä, että lopullisessa versiossa direktiiviin lisättiin jäsenmaille mahdollisuus hyväksyä yrityksen myynti toiminnallisena kokonaisuutena yhdeksi saneerauskeinoksi. Yhdysvaltojen malli on puolestaan korostanut kokonaisuuden myynti ajattelua.

Kevään 2019 aikana on direktiivin lopulliseen tekstiversioon sisältyvästä relative priority rule -mekanismista käyty akateemista keskustelua sekä uutta mutoilua tukien että sitä kritisoiden. Ehkä voimakkainta kritiikkiä ovat esittäneet professorit Weijs, Jonkers ja Malakotipour yhteisessä artikkelissaan, joka jo otsikoltaan on poleeminen *”The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing ‘Relative Priority’”*.²⁶⁰ Heidän kritiikkinsä kohdistuu erityisesti siihen, että relative priority -periaate suosii ylivelkaantumista:

”Next to upending the basic fabric of private law, EU RPR disregards that the company to be reorganized did not end up in that state by coincidence. Allowing shareholders to retain shares whilst writing down creditors against their majority vote would not only add insult to injury for

²⁵⁸ Douglas G. Baird, Priority matters: Absolute Priority, Relative Priority and the Costs of Bankruptcy, University of Pennsylvania Law review, Vol 165, March 2017, No 4, s. 785-786.

²⁵⁹ Idem, s. 807.

²⁶⁰ de Weijs, R.J., Jonkers, A.L., Malakotipour, M. *‘The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing ‘Relative Priority’*’, Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper No. 2019-10.

*creditors, but would also provide a further subsidy to shareholders that incentivizes to overleverage companies, leading to instability in the economy.”*²⁶¹

Teema on haastava ja sinänsä velkojien oikeutta korostava Weijs – Jonkers – Malakotipour:n artikkeli on perusteltu. Siinä otetaan kuitenkin varsin vähän huomioon erityisesti esimerkiksi Douglas Bairdin edellä esittämää, saneeraustilanteeseen liittyvän arvonmäärityksen erittäin suurta haasteellisuutta ja siihen perustuvaa tarvetta pragmaattisiin, ammattitaitoisten selvittäjien esityksiin perustuviin tuomioistuinratkaisuihin, joiden tehokkuutta voi perustellusti argumentoida edistävän tuomioistuimelle menettelyissä annettu laajempi harkintavalta. Ratkaisun aikaansaaminen helpottuu arvonmäärityksen korostuessa vähemmän. Tätä relative priority rule lähtökohtaisesti tarkoittaa. Esitetty kritiikki on kuitenkin siinä mielessä perusteltua, että direktiivin uuden relative priority rule -periaatteen perusteluissa ei tarpeeksi tuoda esiin sitä, että periaate tulisi lähtökohtaisesti ymmärtää laajemman harkinnan tarpeeseen perustuvana variaationa sinänsä lähtökohtaisesti perustellusta absolute priority rule -periaatteesta. Jälkimmäistä tulisi kuitenkin olla perusteltua rajata vähintään velkojan oikeuden rajaamisella saatavansa täyteen suoritukseen. Tätä ajattelua selventää edellä esitetty esimerkki velkakonversiossa saadusta osakkeesta edelleen heikommassa etuoikeusasemassa olevalle taholle annettavasta optio-oikeudesta ensimmäisen velkojan saatavan täyden määrän ylittävältä osalta.

Weijs – Jonkers – Malakotipourin artikkelia ovat puolestaan kritisoineet sekä professori Bob Wessels että professori Stephan Madaus.²⁶² Wessels korostaa kommentissaan muun muassa seuraavaa:

“De Weijs et al fail to appreciate that a debtor (a business) under the proposed Directive is not insolvent. This follows directly from Article 1(a), stating that ‘[t]his Directive lays down rules on: preventive restructuring frameworks available for debtors in financial difficulty when there is a likelihood of insolvency [my italics] with a view to preventing the insolvency and ensuring the viability of the debtor.’ This is why applying the logic and rules of insolvency law, including the APR, is not justified. In the absence of insolvency, the arguments for changing the capital structure of the debtor (e.g. by wiping out shareholders and (as the case may be) junior creditors) are unconvincing.

Although I understand the criticism by professor De Weijs et al, in the gamut of proposed rules and tools, the RPR is seen and analysed as one isolated aspect. The authors are rather silent on the possibility that the RPR will create incentives for early restructuring. In case of the application of the stern APR, the debtor’s company shareholders have very limited incentives to pursue restructuring as their equity will be fully wiped out. One of the major thrusts behind the proposed Directive is to ‘...enable the debtors to restructure effectively at an early stage’. (12) Since the

²⁶¹ Idem, s. 15.

Idem, s. 15.

han, Die Neue European Relative Priority Rule der Restrukturierungsrichtlinie – Das Ende des europäischen Insolvenzrechts?, 12.3.2019, saatavilla: <www.stephanmadaus.de>, versio 28.3.2019, sekä Wessels, Bob, A reply to professor De Weijs et al., 22.3.2019, saatavilla <www.bobwessels.nl>, versio 28.3.2019.

introduction of the APR as the single option disincentivises the debtor's directors and shareholders to use preventive restructuring frameworks, it may hamper the early restructuring of viable debtors in financial difficulties."

Keskustelu niin kutsuttujen absolute ja relative priority rule -periaatteiden hyödyllisyydestä varmasti jatkuu jäsenmaissa Uudelleenjärjestelydirektiivin mahdollistaessa jäsenmaiden valitsevan tulevassa lainsäädännössään kumpaa vaihtoehtoa kukin noudattaa. Huomautan, että tutkimukseni kohteena oleva uudelleenjärjestelymenettely liittyy pääasiallisesti yksittäisen osakkeenomistaja- tai velkoja- *luokan sisäiseen* hold-out -oikeuden väärinkäytön sääntelyyn. Relative- ja absolute priority rule -periaatteisiin liittyvä, sinänsä tärkeä, oikeuspoliittinen keskustelu puolestaan liittyy *luokkien välisiin* hold-out -tilanteisiin.

3. Uudelleenjärjestelymenettelyn ja velkakonversion liittymäkohdat

Edellä viitattiin kodifioitun yhtiöoikeusdirektiivin yhtiökokouspäätöksentekoa sekä osakkaiden merkintäetuoikeutta koskevien säännösten huomioon ottamiseen julkisiin yhtiöihin liittyen. Velkakonversiota koskevaa menettelyä mietittäessä tämän voisi katsoa muodostavan rajoitteen mahdollisuudelle päättää saneerausmenettelyssä osakkaiden kannan vastaisesti velkakonversiosta julkisissa yhtiöissä. Maksukyvyttömyysoikeutta voidaan kuitenkin lähtökohtaisesti luonteensa perusteella pitää pakottavana oikeutena, joka voi syrjäyttää muihin lakeihin liittyviä säädöksiä. Maksukyvyttömyysoikeuden ja yhtiöoikeuden yhteensovittamisen osalta on erityisesti otettava huomioon OYL: 20:23–25 §:ien säädökset yhtiön varojen vähenemisestä, saneeraukseen hakemisesta päättämisestä sekä konkurssiin hakemisesta. Julkisten yhtiöiden osalta on OYL:n mukaisesti (perustuen kodifioituun yhtiöoikeusdirektiiviin) yhtiön hallituksen velvollisuutena kutsua koolle yhtiökokous viipymättä, kun se havaitsee yhtiön oman pääoman olevan taseen mukaan alle puolet osakepääomasta. Hakemus yrityksen saneerauksesta voidaan tehdä yhtiökokouksessa, mutta myös hallitus voi tehdä hakemuksen, jos asia on kiireellinen. Yhtiön omaisuus voidaan luovuttaa konkurssiin hallituksen, tai mikäli yhtiö on selvitystilassa, selvitysmiesten päätöksellä.

Englannin oikeuden Scheme-menettely mahdollistaa velkakonversion käytännön toteutuksen osakkaiden enemmistön kannasta poiketen maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä. Myös yhtiöoikeudellisesti sitovana pidetään menettelyä, jossa maksukyvyttömyysoikeuden yhteydessä tuomioistuimien on tehtyjen arvonmääritysten perusteella katsonut, että osakkaiden (tai maksunsaantijärjestyksessä alemmalla oikeudella olevan luokan) vastustavalle kannalle ei anneta merkitystä hyväksyttäessä yhtiön varojen siirto velkojien omistamalle yhtiölle (pre-pack administration), perustuen siihen, että heillä ei ole ollut menettelyn aikana jäljellä taloudellista intressiä yhtiössä.²⁶³

²⁶³ Tästä tarkemmin jaksossa 1.2.1.

Tämän pre-pack administration -mekanismin kautta voidaan ajatella toimittavan myös julkisten yhtiöiden kohdalla. Tällöin ei ole kyse faktisesti yhtiön osakkeisiin liittyviin oikeuksiin kohdistuvasta menettelystä, vaan myös yhtiöoikeudellisen menettelyn kautta hyväksytystä yhtiön varallisuuden ja liiketoiminnan siirrosta maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä.

Velkakonversion osalta on kuitenkin huomioitava edellä esitetyt absolute ja relative priority rule -periaatteet. Tulevassa lainsäädännössämme tulee Uudelleenjärjestelydirektiivin perusteella tehtäväksi valinta, kumpaa periaatetta Suomessa yrityksen saneerausmenettelyssä noudatetaan. Näillä on merkitystä vastoin osakkaiden tahtoa tapahtuviin velkakonversioihin ja velkojaluokkaa koskeviin pakkovahvistamisiin nähden. Tuomioistuimen (ja siihen perustuen ohjelmasta ehdotuksen tekävän pesänselvittäjän) harkintavalta voi olla nykyisen lain mukaista rajoitettua tai sitä vapaampaa, riippuen siitä, kumpaan mekanismiin Suomen lainsäädännössä päädytään.

4. Englannin oikeuden kehitystarpeet

Englannin oikeudessa yhtiöoikeudellinen Scheme-uudelleenjärjestelymenettely toimii erittäin joustavasti, joko pelkästään yhtiöoikeudellisena menettelynä tai myös keskeisenä osana maksukyvyttömyysmenettelyä. Tähän perustuen Englannissa ei ole ollut myöskään tarvetta kehittää laajempaa kokonaisvaltaista saneerausmenettelyä, vaan esimerkiksi administration maksukyvyttömyysmenettelyä voidaan käyttää yhdessä Scheme-menettelyn kanssa. Mikäli kannanmuodostusta tarvitaan eri velkojaryhmiltä, Scheme-menettelyn luokkajakoperiaatteet toimivat hyvin myös maksukyvyttömyysmenettelyjen yhteydessä.

Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin nähty joitakin tarpeita englantilaisen menettelyn edelleen kehittämiseksi.²⁶⁴ Suurimpana puutteena on pidetty, että englantilaiseen järjestelmään ei liity moratorio -perusteista maksu- ja perintäkieltoa ennen kuin hakemus administration-menettelystä on tehty. Administration-menettely on puolestaan velallisen asemaan, esimerkiksi suomalaiseseen saneerausmenettelyyn verrattuna voimakkaammin vaikuttava menettely; ainoastaan yhtenä menettelyn vaihtoehtona on velallisen liiketoiminnan jatkuminen.

Toisena mahdollisena englantilaisten restructuring-menettelyjen kehityskohteena on pidetty mahdollisuutta luoda etusija-asema menettelyn aikana syntyville veloille, mikä helpottaisi kohdeyhtiön rahoitusmahdollisuuksia menettelyn aikana.²⁶⁵ Nykyisessä lainsäädännössä tämä mahdollisuus puuttuu Englannissa. Tämä niin kutsuttu *debtor-in-possession* -rahoitus ("DIP Financing") on monissa muissa maissa, mukaan luettuna Suomi, yrityssaneerausmenettelyn mukana tuleva toimiva menettelyn osa. Se edistää saneerausvelallisen käytännön asioiden järjestämistä, koska kohteeseen voidaan

²⁶⁴ Jennifer Payne, The Future of UK Debt Restructuring (October 5, 2016). Saatavilla SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2848160>>, versio 17.4.2019.

²⁶⁵ Idem.

saneerausmenettelyn alkamisen jälkeen saada uuden velkojan kannalta turvatumpaa, esimerkiksi yhtiön käyttöpääomaan liittyvää rahoitusta.

5. Suomalaisen mallin kehittäminen

VN:n velkakonversioselvityksen lausuntoyhteenvedon loppujaksossa viitataan Yhtiöoikeusyhdistyksen lausuntoon. Siinä korostettiin yhtiö- ja maksukyvyttömyysoikeudellisen lainsäädännön synkronoimista toimivaksi kokonaisuudeksi, esimerkiksi sisällyttämällä yhtiöoikeuden puolelle uusi ennakoiva uudelleenjärjestelymekanismi. Tämän perusteella velkakonversion yhtiöoikeudellinen menettely voitaisiin toteuttaa, kuitenkin ainoastaan tilanteissa, joissa kohdeyhtiö on samaan aikaan liitännäisessä yrityssaneerausmenettelyssä. Toimivina esimerkkeinä Yhtiöoikeusyhdistys käyttää Ison-Britannian Companies Act:n mukaista Scheme of Arrangement -menettelyä sekä eurooppalaisen malliosakeyhtiölain, EMCA:n vastaavia säännöksiä. Lausunnossa ehdotetaan tarkoituksenmukaisena valmistelumallina asiantuntijakomitean muodostamista pohjustamaan ministeriön virkamiesvalmistelua sekä seuraamaan asiaan liittyvän direktiivin lainsäädäntöprosessia.²⁶⁶

Tämän tutkimuksen teemana on tehdä, EMCA:aan pohjautuen, perusteltu ehdotus Suomeen säädettävästä uudesta yhtiöoikeudellisesta, yhtiön osakkeita ja velkoja koskevasta uudelleenjärjestelymenettelystä. Tutkimus palvelee toivottavasti myös Uudelleenjärjestelydirektiiviin liittyvää tulevaa lainvalmistelua.

²⁶⁶ OM Lausuntotiivistelmä, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta, 2018, s. 32 (vrt. alaviite11) Viitatus lausunnon osalta huomautan tutkimusetiikan periaatteiden mukaisesti, että olin mukana laatimassa luonnosta viitatus lausunnosta.

1. Eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin sisältyvä uudelleenjärjestelymenettely suomalaisen lainvalmistelun perustaksi?

1.1 EMCA:n tausta ja lähtökohdat

Yhdysvalloissa on eri osavaltioiden yhtiölainsäädännön kehittymiseen vaikuttanut merkittävästi, jo lähes seitsemänkymmenen vuoden ajan, liittovaltion asianajajaliiton ABA:n Corporate Law Committeeen alun perin 1950-luvulla luoma ja edelleen ylläpitämä parhaiden käytäntöjen ”best practise” -malli osavaltioiden osakeyhtiölaiksi, Model Business Corporation Act (”MBCA”). Viimeisin päivitetty versio MBCA:sta on vuodelta 2016. ABA:n mukaan malli on käytössä suurimmassa osassa osavaltioita, joten mallilla on ollut keskeinen vaikutus liittovaltion osavaltioiden yhtiöoikeuden kehittymiseen ja harmonisoitumiseen.²⁶⁷

USA:n mallin innoittamana eurooppalainen korkean tason yhtiöoikeuden asiantuntijaryhmä aloitti noin kymmenen vuotta sitten kehittämään eurooppalaista vastinetta MBCA:lle. Århusin kauppakorkeakoulun professori Paul Krüger Andersenin ja Frankfurtin Goethe -yliopiston professori Theodor Baumsin johtaman projektin tuloksena julkaistiin vuoden 2017 lopulla ensimmäinen versio – ”First Edition” – eurooppalaisesta malliosakeyhtiölaista, European Model Company Act:stä (”EMCA”). Suomesta EMCA-ryhmän työhön ovat osallistuneet professorit Matti Sillanpää, Seppo Villa ja Veikko Vahtera.²⁶⁸

Koko Euroopan yhteisön ja sittemmin unionin olemassaolon ajan on Euroopassa pyritty yhtenäistämään jäsenvaltioiden yhtiöoikeudellista lainsäädäntöä, koska sen on nähty vähentävän valtioiden rajoja ylittäviin liiketoimiin liittyviä oikeudellisia riskejä, parantavan osakkeenomistajien oikeuksia ja lisäävän tätä kautta yritysten menetyshetkimisriskiä. EMCA-ryhmän havaintona on kuitenkin ollut, että tästä harmonisointityöstä huolimatta eri jäsenvaltioiden osakeyhtiölait ovat hyvinkin erilaisia monien yksityiskohtien osalta ja tarve parhaiden käytäntöjen mallintamiselle on ollut ilmeinen. Mallilaki ei pyri olemaan jäsenvaltioita sitova harmonisoinnin väline, vaan toimimaan paremminkin ideapankkina ja hyvien käytäntöjen lähteenä.²⁶⁹

EMCA sisältää kehittyneen mallin Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyn säännöksi. Professori Sillanpään kuvauksen mukaan mallilain 13 lukuun sisältyviä uudelleenjärjestelymenettelyä

²⁶⁷ American Bar Association, Model Business Corporation Act (2016 Revision) Launches, saatavilla: <www.americanbar.org/publications/blt/2017/01/08_mbca.html>, versio 9.8.2018.

²⁶⁸ Matti Sillanpää, Eurooppalainen malliosakeyhtiölaki – EMCA, Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta, Alma Talent, 2017, s. 541.

²⁶⁹ Idem, s. 543.

koskevia sääntöjä oli keskeisesti laatimassa Irlannin take-over -paneelin puheenjohtajanakin toiminut professori Blanaid Clarke.²⁷⁰

EMCA:n perustelujen mukaisesti osalla 28 maan professoriryhmän jäsenistä oli aluksi epäilyjä erityisesti Scheme-menettelyyn liittyvää tuomioistuimen oikeutta velvoittaa määrävähemmistön yhtiön velkojista tai näiden tietyistä osasta hyväksymään yhtiön kanssa ehdotetun kompromissin tai järjestelyn. Menettelyyn liittyvän tuomioistuinkäsittelyn mukanaan tuomalla velkojan oikeussuojalla perustellen, ryhmä kuitenkin päätyi ottamaan Ison-Britannian oikeuteen sisältyvät Scheme-menettelyä koskevat säännökset lähes sellaisenaan osaksi EMCA:a. EMCA-ryhmä perustelee Scheme-säännösten mukaanottamista mallilain osaksi seuraavasti:

*"The EMCA Group discussed whether the scheme of arrangement which is widely used in Ireland and the UK could serve as a model for other countries. The attractiveness of such schemes to businesses is demonstrated by high profile seat transfers from other Member States to the UK in order to benefit from the flexible rules they offer. Some group members, however, had difficulties to accept the idea that the principle of a majority decision should not only apply within the group of shareholders – where it is well-established in national company laws all over Europe – but also within the creditors as a group, which means that individual creditors might lose their claim against their will. In English and Irish company law, however, this is balanced by the requirement that the scheme finally has to be approved by the court. The EMCA Group therefore, considered the scheme of arrangement a useful instrument also for other legal systems, provided that the judges are sufficiently qualified for a role as a quasi-arbitrator, responsible for reconciling potentially opposing interests amongst shareholders and creditors."*²⁷¹

Ehkä keskeisin civil law -maiden yhtiöoikeutta koskeva kysymys tähän liittyen on, voidaanko yhtiön velkojien tai tietyn velkaryhmän enemmistön ja vähemmistön välinen erimielisyys katsoa kuuluvaksi yhtiöoikeuden piiriin vai tulisiko se käsitellä ainoastaan maksukyvyttömyysoikeuden perusteella.

1.2 Yhtiöoikeudellinen menettely laajempien järjestelymahdollisuuksien mahdollistajana

Kahden tai jopa useamman oikeuden alan rajapinta on tutkijalle varsin mielenkiintoinen alue, lisäten kuitenkin myös haasteita, jotka aiheutuvat erityisesti vakiintuneista, esimerkiksi yhtiöoikeuden tai maksukyvyttömyysoikeuden perusteella syntyneistä oikeuden alueen sisäisistä lähtökohdista. Tutkimukseni keskeisenä tavoitteena on lisätä ymmärrystä rahoitusmarkkinoiden diversifikaatiokehitykseen perustuvalle tarpeelle luoda uusia oikeudellisia menettelyjä perinteisten oikeudellisten jaottelujen, erityisesti yhtiöoikeuden ja maksukyvyttömyysoikeuden, väliin jäävälle alueelle. Keskeinen ja

²⁷⁰ Idem, s. 546.

²⁷¹ EMCA, s. 292.

käytännön kannalta tärkeä kysymys on, voidaanko, ja missä laajuudessa, puuttua velkojen oikeuksiin varsinaisen maksukyvttömyysmenettelyn ulkopuolella tapahtuvassa yhtiöoikeudellisessa menettelyssä.

EMCA:a valmistelleen asiantuntijaryhmän pohdinta mahdollisuudesta käsitellä yhtiön velkoihin liittyvää uudelleenjärjestelyä maksukyvttömyysmenettelyn ulkopuolella tapahtuvassa yhtiöoikeudellisessa menettelyssä, herättää perustellusti kysymyksen velkojen oikeuksiin puuttumisen oikeutuksesta yhtiöoikeudellisessa menettelyssä.

Velkojen oikeuksiin puuttumisen oikeutusta voidaan lähestyä useammasta näkökulmasta. Kysymystä voidaan ensinnäkin arvioida pelkästään yhtiöoikeuden tai maksukyvttömyys-oikeuden ulottuvuuden kannalta, jolloin ehkä on paremminkin kyse ”oppituolien” välisestä reviiirikysymyksestä. Oikeussuojan näkökulmasta kysymystä tulee ensisijaisesti arvioida perusoikeuksien, erityisesti omaisuuden suojan näkökulmasta. Tarkasteltaessa erityisesti omistusoikeuden suojan kannalta Scheme-menettelyä, on huomioitava, että jo nykyinen yhtiöoikeutemme hyväksyy merkittävän puuttumisen yhtiön osakkaiden oikeuksiin, esimerkiksi yhtiöiden sulautumisiin liittyen, pelkästään osakkeiden ja äänien määräänemistön päätöksillä, toki edellyttäen mahdollista liitännäistä lunastusmenettelyä. Menettelyn oikeutuksen kannalta tämän pitäisi olla rinnasteista merkittävän velkainstrumentin enemmistön kannattamien, samaehtoisten tai samaan luokkaan kuuluvien velkainstrumenttien ehtojen muutosten kohdalla.

On vaikeaa löytää oikeusperustetta, miksi velkainstrumenttiin liittyvä omistusoikeudellinen suoja poikkeaisi osakeinstrumentin omistusoikeudellisesta suojasta. Scheme-menettelyssä on lähtökohtaisesti kysymys siitä, että menettelyllä suojataan yhtiön velka- tai osakeperusteisen rahoitusinstrumentin merkittävää enemmistöä. Se oikeuttaa instrumentin selkeän enemmistön sopimaan yhtiön kanssa tehtävästä kompromissista tai järjestelystä, niin että se tuomioistuimen vahvistamana sitoi myös järjestelyä vastustavaa vähemmistöä. Tämä kuitenkin edellyttää, että menettelystä on asianmukaisesti päätetty luokittain äänestäen siten, että kaikki ne osapuolet, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan, ovat äänestyksissä käsitelty erillisinä luokkina. Oikeussuojan tarpeen arvioinnin kannalta on merkityksellistä, että samaehtoisen (tai samaan luokkaan kuuluvan) velan enemmistövelkojat voivat perustellusti katsoa, että vastustaessaan enemmistön tukemaa, velkaan kohdistuvaa järjestelyä, vähemmistö saman velkaluokan velkojista voi tosiasiallisesti heikentää velkojen yhteistä taloudellista asemaa. On selvää, että Scheme-menettelyssä sinänsä puututaan velkojan oikeuksiin, koska se on tehtävän järjestelyn tarkoituksena. Varsinainen kysymys on, onko puuttumiselle hyväksyttävät oikeudelliset perusteet. Mallin mukaisesti järjestely toteutetaan lakiin perustuen tilanteessa, jossa tuomioistuimen harkinnan mukaisesti on olemassa tarve yhtiön esittämälle järjestelylle ja sitä kannattaa selkeä enemmistö samaehtoisista tai samaan luokkaan kuuluvista velkojista. Tällöin pitäisi täytyä hyväksyttävät oikeudelliset perusteet suojata lähtökohtaisesti kyseisen enemmistöryhmän kannattaman menettelyn toteutumista, edellyttäen luonnollisesti, että menettelystä ei aiheudu jollekin perusteetonta etua.

Asiaa voidaan havainnollistaa esimerkin kautta. Oletetaan, että yhtiön ajautuminen yrityssaneeraukseen johtaisi, yhtiön kansainvälisen konsernirakenteeseen liittyvien haasteiden vuoksi, kokeneiden rahoitusammattilaisten näkemyksen perusteella suurella todennäköisyydellä yhtiön ajautumiseen

konkurssiin. Tehdyssä konkurssivertailussa yhtiön velkojille jäisi jaettavaksi neljännes saatavien määrästä. Yhtiön samaehtoisen syndikoidun pankkilainan velkojista yhdeksän tasaosuudella olevaa pankkia olisi valmis hyväksymään yhtiön esittämän järjestelyn, joka rahoitusammattilaisten näkemyksen mukaisesti riittäisi yhtiön tervehtymiseen. Siinä sovittaisiin yhtiön kanssa kohtuullisesta maksuajan pidennyksestä sekä neljänneksen leikkauksesta lainan pääomamäärään, yhden syndikoidun lainan osuudenhaltijan kuitenkin vastustaessa tätä. Nykyisen lain (ja sopimuskäytännön) mukaisesti yhtiön ainoana mahdollisuutena on hakeutua lainan erääntyessä oletetusti haasteelliseen yrityssaneeraukseen sekä todennäköiseen konkurssiin, mikäli kaikkien pankkien kanssa ei päästä maksuajan pidennyksestä sopimukseen. Mikäli Suomessa olisi käytettävissä yhtiöoikeudellinen Scheme-menettely, tässä menettelyssä tuomioistuimien voisi harkita, onko katsottava tärkeämmäksi suojata yhdeksän pankin saataviin liittyviä taloudellisia oikeuksia vai järjestelyä vastustavan pankin sinänsä lakiin ja sopimukseen perustuvaa samaehtoista oikeutta. Rahoitusammattilaisten tervehtymisoletuksen toteutuessa (olettaen että maksuajan pidennyksellä ei ole taloudellista vaikutusta pankkien maksuajalta saaman koron vuoksi) tuomioistuimen vahvistaman uudelleenjärjestelymenettelyn kautta kaikkien pankkien saama suoritus olisi kolme neljännestä pääomamäärästä, kun yhtiön konkurssissa pankit saisivat vain neljänneksen saatavastaan.

Esimerkki on hypoteettinen, mutta kuvaa mielestäni hyvin uudelleenjärjestelymenettelyihin liittyviä käytännön tilanteita. Voidaan perustellusti argumentoida, että sekä esimerkin yhdeksällä enemmistöpankillla että yhdellä vähemmistöpankillla on oikeussuojatarve, mutta tällä hetkellä ainoastaan jälkimmäistä suojataan tehokkaasti.

Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely mahdollistaisi yleisesti nykyistä merkittävästi laajempien järjestelymahdollisuuksien toteuttamisen yhtiöiden osake- ja velkarakenteissa. Menettelyissä voidaan myös yhdistää sekä osake- että velkainstrumentteihin kohdistuvia järjestelyjä samaan kokonaisuuteen siten, että kaikki järjestelyt ovat ehdollisia toisten järjestelyjen toteutumiselle. Tuomioistuimen rooli järjestelyissä on tärkeä varmistamaan eri osapuolten oikeussuojan toteutumista, mutta tuomioistuimien toimii kuitenkin lähtökohtaisesti paremminkin taustalla, tarkastamassa ja vahvistamassa yhtiön ennalta harkitsemia, sekä kunkin luokan selkeiden määräenemmistöjen hyväksymiä järjestelyjä.

1.3 EMCA:n malli Scheme of Arrangement -menettelystä

Kattavan ja perusteellisen valmistelutyön perusteella syntynyt Euroopan mallisosakeyhtiölaki toimii hyvänä vertailumallina yhtiöoikeutemme kehittämiseksi. Tutkimuksessani arvioidaan EMCA:n säädöksiä ainoastaan siltä osin, kuin ne liittyvät Scheme of Arrangement -menettelyyn.

Esittelen seuraavassa kokonaisuudessaan EMCA:n uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat, mallilain 13 luvun säännökset, sekä niistä tekemäni suomenkieliset käännökset:

RESTRUCTURING BY WAY OF SCHEME OF ARRANGEMENT /
UDELLEENJÄRJESTELY UDELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN KAUTTA

Section 13.02

Scheme of Arrangement / Uudelleenjärjestelymenettely

(1) A compromise or arrangement (a scheme of arrangement) may be proposed between a company and its creditors, or any class of them, or its shareholders or any class of shareholders and must be approved by a scheme meeting.

(1) Yhtiön ja sen velkojien tai velkojaluokan kanssa, tai osakkeenomistajien tai osakkeenomistajaluokan kanssa voidaan ehdottaa kompromissia tai järjestelyä (uudelleenjärjestely) edellyttäen, että uudelleenjärjestelyn menettelykokous sen hyväksyy.

(2) A "scheme meeting" is a meeting of creditors (or any class of creditors) or of shareholders (or any class of shareholders), as the case may be, for the purpose of considering, and voting on, a resolution proposing that a scheme of arrangement be agreed.

(2) "menettelykokous" on, tapauksesta riippuen, yhtiön velkojien (tai tietyn velkojaluokan) tai yhtiön osakkeenomistajien (tai tietyn osakkeenomistajaluokan) kokous, joka käsittelee ja äänestää ehdotuksesta uudelleenjärjestelyksi.

Section 13.03 Scheme Meeting / Menettelykokous

(1) Where an arrangement is proposed between a company and its creditors, or any class of them, or its shareholders or any class of them, the court may, on the application of the company or any creditor or shareholder or a liquidator or administrator, order a meeting of the shareholders or class of shareholders, or creditor or class of creditors, as the case may be, to be summoned in such a manner and subject to such disclosure requirements as the court directs.

(1) Kun on tehty ehdotus järjestelystä yhtiön ja sen velkojien tai velkojaluokan kanssa, tai osakkeenomistajien tai osakkeenomistajaluokan kanssa tuomioistuिन voi yhtiön, velkojan, osakkeenomistajan, konkurssipesän hoitajan tai [yrittysaneerauksen] selvitysmiehen hakemuksesta määrätä kutsuttavaksi koolle osakkeenomistajien tai osakkeenomistajaluokan tai velkojien tai velkojaluokan kokouksen tai kokoukset, joita järjestely edellyttää, sen mukaisesti kuin tuomioistuिन määrää.

(2) Without prejudice to Section 3(1), every notice summoning a meeting must include an explanatory statement as to the proposed scheme, its general effect, and the specific effect of the scheme on vested rights of those shareholders or creditors affected.

(2) Riippumatta siitä, mitä edellä kohdassa 3(1) on säädetty kokouksen koollekutsumisesta, kunkin kokouskutsun tulee sisältää selventävä lausunto ehdotetusta järjestelystä, sen yleisistä vaikutuksista sekä erityisistä vaikutuksista sen kohteena olevien osakkeenomistajien tai velkojen oikeuksiin.

(3) If a majority in number representing 2/3rds in value of shareholders or class of shareholders or creditors or class of creditors, as the case may be, present and voting either in person or by proxy at the meeting, agree to the scheme of arrangement, the scheme shall, if sanctioned by the court, be binding on all the shareholders, or class of shareholders, or creditors or class of creditors, as the case may be, and also on the company.

(3) Mikäli lukumääräinen enemmistö, joka edustaa 2/3 osakkeista tai osakeluokan arvosta tai velkojen tai velkaluokan arvosta, tapauksesta riippuen, laskettuna kokouksessa läsnä olevista sekä äänestykseen joko itse tai valtakirjan perusteella osallistuvista hyväksyy uudelleenjärjestelyn, uudelleenjärjestely sitoo, tapauksesta riippuen, kaikkia osakkeenomistajia, osakkeenomistajaluokkaa, velkoja tai velkojaluokkaa, sekä yhtiötä, mikäli tuomioistuim vahvistaa uudelleenjärjestelyn.

(4) An order made under Section 3(3) shall have no effect until a copy of the order is delivered to the public registry for registration.

(4) Tuomioistuimen edellä kohdan 3(3) mukaisesti vahvistama uudelleenjärjestely ei astu voimaan ennen kuin se on rekisteröity [kaupparekisteriin].

Section 13.04 Court Decision / Tuomioistuimen päätös

(1) Where an application is made to the court for the sanctioning of a proposed arrangement and it is shown to the court that the arrangement has been proposed for the purposes of or in connection with

(i) a scheme for the reconstruction of any company or companies; or

(ii) the amalgamation of any two or more companies;

and that under the scheme the whole or any part of the undertaking or the property of any company concerned in the scheme ("the acquired company") is to be transferred to another company ("the acquiring company"), the court may, by the order sanctioning the arrangement, make provision for all or any of the following matters:

(a) the transfer to the acquiring company of the whole or any part of the undertaking (including contractual rights and entitlements) and of the property or liabilities of any acquired company;

(b) the allotting or appropriation by the acquiring company of any shares, debentures, policies or other like interests in that company which under the arrangement are to be allotted or appropriated by that company to or for any person;

(c) the continuation by or against the acquiring company of any legal proceedings pending by or against any acquired company;

(d) the dissolution, without winding up, of any acquired company;

(e) the provision to be made for any persons who, within such time and in such manner as the court directs, dissent from the arrangement;

(f) such incidental, consequential and supplemental matters as are necessary to secure that the reconstruction or amalgamation shall be fully and effectively carried out.

(1) Kun tuomioistuimelle on tehty hakemus ehdotetun uudelleenjärjestelyn vahvistamisesta ja tuomioistuimelle on esitetty, että uudelleenjärjestelyn tarkoituksena on

(i) yhtiötä tai yhtiöryhmää koskeva uudelleenjärjestely, tai

(ii) kahden tai useamman yhtiön sulautuminen,

ja uudelleenjärjestelyssä sen kohteena olevan yhtiön kaikki tai mikä tahansa osa sen sitoumuksista tai omaisuudesta ("ostettava yhtiö") on esitetty siirrettäväksi toiseen yhtiöön ("ostaja yhtiö"), tuomioistuin voi vahvistaessaan uudelleenjärjestelyn määrätä kaikista seuraavista asioista:

(a) minkä tahansa ostettavan yhtiön sitoumusten (mukaan lukien sopimuksiin perustuvat oikeudet ja muut oikeudet) tai näiden minkä tahansa osan, yhtiön omaisuuden tai vastuiden siirtämisestä ostaja yhtiöön;

(b) jakaa tai määrätä ostajayhtiön esityksen mukaisesti ostettavan yhtiön omistamia osakkeita, velkoihin kohdistuvia osuuksia, ohjelmiin perustuvia tai muita yhtiön oikeuksia, joita uudelleenjärjestelyssä on esitetty jaettavaksi tai määrätyksi kenelle tahansa henkilölle;

(c) jatkaa puolesta tai vastaan vireillä olevia, mihin tahansa ostettavaan yhtiöön kohdistuvia oikeudellisia menettelyjä;

(d) päättää purkaa ilman erillistä selvitysmenettelyä minkä tahansa ostettavan yhtiön;

(e) varata vakuus tai muu oikeus sellaiselle taholle, joka on tuomioistuimen asettamassa järjestyksessä vastustanut uudelleenjärjestelyä;

(f) määrätä sellaisten oheiskulujen tai järjestelystä aiheutuvien kulujen maksamisesta ja muista täydentävistä määräyksistä, jotka ovat välttämättömiä yhtiön uudelleenjärjestelyn tai sulautumisen toimeen panemiseksi.

(2) Where an order under this Section provides for the transfer of property or liabilities, that property shall, by virtue of the order, be transferred to and vest in the acquiring company. Those liabilities shall, by virtue of the order, be transferred to and become the liabilities of the acquiring company, and in the case of any property, it shall, if the order so directs, be freed from any charge which, by virtue of the arrangement, ceases to have effect.

(2) Kun tämän lainkohdan mukaisesti annettu tuomio määrää omaisuuden tai vastuiden siirtämisestä, omaisuus siirtyy annetulla tuomiolla ostajayhtiölle. Määrätyt vastuut siirtyvät tuomiolla ostajayhtiölle ja niistä tulee tuomion perusteella ostajayhtiön vastuita. Mikäli tuomioistuimen määräyksessä niin todetaan, vapautuu kiinteä omaisuus sellaisesta siihen kohdistuvasta vakuusoikeudesta, joka on uudelleenjärjestelyn perusteella määrätty lakanneen olemasta voimassa.

(3) The court may not sanction a compromise or arrangement between a limited-liability company and its creditors of shareholders or any class of them which falls within parts 3 (mergers), 4 (cross-border transfer of the registered office) or 5 (divisions) of this chapter unless the relevant requirements of these parts are complied with in the compromise or arrangement.

(3) Tuomioistuin ei voi vahvistaa kompromissia tai järjestelyä joka koskee yhtiötä ja sen velkojia tai osakkeenomistajia tai näiden luokkaa, joka liittyy [tämän lain] kohdan[...] mukaiseen yhtiön sulautumiseen, kohdan [...] mukaiseen rajan yli tapahtuvaan rekisteröidyn toimipaikan siirtämiseen tai kohdan [] mukaiseen jakautumiseen, mikäli asianomaisten lain kohtien mukaiset lain edellytykset eivät tule järjestelyssä noudatetuksi.

Edellä oleva EMCA:n mukainen uudelleenjärjestelymenettely perustuu merkittävältä osin Ison-Britannian Companies Act (2006) pykälisiin 895–899. Keskeisenä erona on kuitenkin vaadittava määräänemmistö kokouksessa edustetun ja äänestykseen osallistuneiden osakkeiden tai velkojen taloudellisesta arvosta, joka Ison-Britannian yhtiöoikeudessa on 75 prosenttia EMCA:n 2/3:n sijaan. Perusteluna tälle poikkeamalle EMCA:ssa todetaan, että ryhmä päätyi määräänemmistövaatimuksessa 2/3:aan osakkeiden taloudellisesta arvosta, pitäen enemmistövaatimuksen näin yhdenmukaisena lain muissa kohdissa (muun muassa sulautumisia ja jakautumisia koskevat säädökset) käytettyjen enemmistövaatimusten kanssa.

2. Vertailu EMCA:aan perustuvan Schemes of Arrangement -menettelyn ja Hollannin mallin välillä

Hollannin vireillä olevan uuden lain keskeisenä edellytyksenä on, että suunnitelman toimeenpano on välttämätön ja tarkoituksenmukainen yhtiötä uhkaavan konkurssin välttämiseksi.

Kun huomioidaan, että Hollannissa ehdotettu laki kattaa kokonaisvaltaisesti kaiken tyyppiset saneerausmenettelyt, lähtökohtaedellytys on ymmärrettävä. Se kuitenkin muodostaa merkittävän käytännön esteen tilanteissa, joissa olisi tarve pelkästään kompromissille tai järjestelylle yhtiön ja sen velkojen tai osakkaiden kanssa; eli tilanteet, joita Englannin oikeuden Scheme of Arrangement -menettely ja sen pohjalta kehitetty EMCA:n vastaava menettely kattavat. Erityisesti julkisissa ostotarjouksissa ei voida useimmiten katsoa olevan tilannetta, jossa "effecting the restructuring plan is necessary and adequate to avert an imminent bankruptcy of the company".

Hollannin lakiehdotuksen mukaisesti voidaan kohdistaa toimenpiteitä esimerkiksi ainoastaan yhteen yhtiön velkaan kohdistuvaan järjestelyyn. Velallisyhtiö voi ehdotetun mallin mukaisesti ehdottaa saneerausohjelmaa joko kaikille velkojilleen ja osakkeenomistajilleen taikka ainoastaan tietyille velkojille ja osakkeenomistajille. Lakiehdotus mahdollistaa esimerkiksi saneerausohjelman, jonka nojalla järjestellään ainoastaan rahoitusvelkojen velkoja, jolloin ohjelman ulkopuolelle jäävät muun muassa tavalliset ostovelat (Lakiehdotuksen 370(1) artikla). Tässä tapauksessa velallisyhtiö jättää saneerausohjelmaehdotuksen vain tietyille velkojen tai osakkeenomistajien ryhmille (Lakiehdotuksen 378(1) artikla).

Merkittävin ero Hollannin mallin ja yhtiöoikeudellisen Scheme-menettelyn välillä liittyy menettelyn yleiseen edellytykseen, jonka mukaisesti Hollannin ehdotetun menettelyn käyttötilanteet ovat yhtiöoikeudellista Scheme-menettelyä suppeammat. Verrattuna Suomen yrityssaneerausmenettelyyn, myös Hollannin mallin mukainen mekanismi toisi kuitenkin jo Suomen nykytilanteeseen verraten huomattavasti laajemman toimintamahdollisuuden, mahdollistaen erityisesti menettelyn rajoittamisen vain tiettyyn velkaan tai joihinkin osiin yhtiön vastuista. Hollannin malli noudattaa Uudelleenjärjestelydirektiivin periaatetta, että menettely tulee rajoittaa ainoastaan niihin osapuoliin, joille siitä on vaikutusta.

3. Uudelleenjärjestelymenettely osakeyhtiölakiin, menettelyiden mahdollistaminen yrityssaneerauslaissa vai erillinen laki uudelleenjärjestelymenettelyistä?

Suunniteltaessa Uudelleenjärjestelydirektiivin implementointia Suomen oikeuteen, näen meillä olevan lähtökohtaisesti kaksi vaihtoehtoista mallia: kehittää nykyistä yrityssaneerauslakia peilaten Hollannin lainsäädäntöehdotusta tai kehittää ennakoivaa uudelleenjärjestelymenettelyä osaksi yhtiöoikeuttamme. Jälkimmäinen on laajempaa ja perusteellisesti valmisteltavaa lainsäädäntövalmistelua edellyttävä malli. Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely mahdollistaa menettelyn laajan käyttöalueen, myös täysin maksukyvyttömyyden ulkopuolisissa käyttötilanteissa. Se tekisi vaikeasti määriteltävän ja tulkinnallisen ”ilmeisen” tai ”todennäköisen” maksukyvyttömyyden edellytyksen tarpeettomaksi. Edellytystä on perustellusti arvosteltu sen tulkinnallisuudesta; voidaankin sanoa kaikilla yhtiöillä olevan jonkin asteinen todennäköisyys maksukyvyttömyyteen, toisilla toki merkittävästi muita yhtiöitä pienempi.²⁷² Mahdollisuus menettelyn käyttämiseen erityisesti julkisissa ostotarjoustilanteissa on myös nähtävä markkinoidemme kehittämisen kannalta erittäin tärkeäksi.

En ole tarkastellut kolmatta, sinänsä mahdollista, vaihtoehtoa säätää erillinen uusi laki uudelleenjärjestelymenettelyistä koskemaan eri oikeushenkilömuotoja. EMCA:n mallia noudattaen on tarkoituksenmukaista pitäytyä sitä vastaavassa substanssilaki-formaatissa. Tämän etuna on, että esimerkiksi viittaukset lain muihin kohtiin toimivat helposti.

²⁷² Horst Eidenmüller, Contracting for a European Insolvency Regime, European Business Law Review (2017), 18:279.

Jaksossa II.4.2. esiteltyjen professori Eidenmüllerin määrittämien yleisten, hyvää maksukyvyttömysoikeutta koskevien kolmen periaatteen kannalta yhdistetty yhtiöoikeudellinen velkojen ja osakkeiden uudelleenjärjestelymahdollisuus sekä toimiva yrityssaneerausmenettely tuntuisivat myös vastaavan hyvin hänen määrittämiä edellytyksiä menettelyille.

Ensimmäisen edellytyksen mukaisesti rahoituksellisesti vaikeuksissa oleva yhtiö tulee järjestellä uudelleen ainoastaan, mikäli se on taloudellisesti terve. Tämän osalta uudelleenjärjestelymenettelyn tulisi perustua Englannin tuomioistuinten kehittämiin perusteisiin tuomioistuinten harkintavallan osalta. Keskeisenä edellytyksenä on, että menettelyiden täytyy olla sellaisia, joita myös ulkopuolinen harkintakykyinen henkilö pitää perusteltuina.

Toisen edellytyksen mukaisesti, mikäli yhtiö on, joko kokonaan tai osin, taloudellisesti terve, tulee terveet osat säilyttää toimivana kokonaisuutena. Tältä osin yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely toisi merkittävän uuden oikeudellisen menetelmän järjestellä uudelleen tarkoituksenmukaisella tavalla yhtiön liiketoimintaa ja omaisuutta ja siten edistää toiminnan jatkumista going concern -perusteisesti. Käytännössä menettelyissä siirretään usein myös koko yhtiön toimiva liiketoiminta ja varallisuus uuteen yhtiöön.

Kolmannen edellytyksen mukaisesti eri menettelyissä tulee turvata, ettei mikään sidosryhmä voi käyttää menettelyjä saadakseen itselleen etua toisten kustannuksella. Erityisesti tämän edellytyksen osalta Scheme-tyyppinen uudelleenjärjestelymenettely estäisi tehokkaasti erilaisten hold-out -asemien hyväksikäyttämisen.

4. Uudelleenjärjestelyn suhde muihin yhtiöoikeudellisiin menettelyihin

Englannin oikeudessa Scheme-menettely toimii joustavasti mahdollistaen erilaisia yhtiöoikeudellisia menettelyjä: osakkeisiin liittyvien oikeuksien muuttamista, velkoihin tai vastuihin liittyvien velvoitteiden muuttamista, yhtiön olemassa olevien vastuiden siirtämistä toisen henkilön vastattavaksi, yhtiön omaisuserien tai saatavien siirtämistä toiselle henkilölle tai yhtiön purkamista tai sulauttamisen toiseen yhtiöön. Suomen ja muidenkin pohjoismaisten järjestelmien kohdalla on toimiva menettely erityisesti sulautumisten ja jakautumisten toteuttamiseen, joten näiden kannalta vastaavaa menettelyä ei välttämättä tarvittaisi.

Eurooppalaisessa malliosakeyhtiölaissa on kuitenkin mukana, Englannin yhtiöoikeuden säädöksen mukaisesti, mahdollisuus, että tuomioistuin voi antaa menettelyihin liittyen laaja-alaisemmin määräyksiä esimerkiksi yhtiön tase-erien ja liiketoiminnan siirroista, yhtiöiden purkamisesta ja sulautumisesta. EMCA:n malliin on kuitenkin sisällytetty säännös, jonka mukaisesti tuomioistuin ei voi vahvistaa kompromissia tai järjestelyä, joka liittyy (asianomaisen) lain mukaiseen yhtiön sulautumiseen, rajan yli tapahtuvaan rekisteröidyn toimipaikan siirtämiseen tai jakautumiseen, mikäli (asianomaisen) lain kohtien mukaiset lain edellytykset eivät tule järjestelyssä noudatetuksi. EMCA:n mallin mukaisesti, lain sulautumista ja jakautumista sekä rajan yli tapahtuvan rekisteröidyn toimipaikan siirtämistä koskevat säännökset ovat näin ensisijaisia noudatettavaksi, mikäli on kysymys näihin liittyvästä menettelystä.

5. Liitännäismääräysten tarpeen arviointi

Mikäli etsitään yksinkertaista mahdollisuutta menettelyyn, jossa voitaisiin velvoittaa saman velka- tai osakeluokan vähemmistön edustajat hyväksymään asianomaiseen rahoitusinstrumenttiin kohdistuva muutos, jota yhtiö on esittänyt ja jonka tuomioistuimien vahvistaminen varmistuttaisiin siitä, että merkittävä, esimerkiksi kahden kolmasosan enemmistö kunkin rahoitusinstrumentin luokasta, jota muutos koskee, on sitä kannattanut, tulisi edellä esitettyä EMCA:n mallisäädöstä yksinkertaistaa merkittävästi.

Suomen yhtiöoikeuteen EMCA:aan perustuva joustava malli olisi kuitenkin seuraavilla perusteilla tarpeellinen.

Ensinnäkin, EMCA-malliin perustuvat laajat valtuudet tuomioistuimelle päättää uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen esimerkiksi tasesiirroista, yhtiöiden sulautumisesta ja lakkaamisesta olisivat käytännön menettelyissä hyödyksi. Lainsäädäntöömme luotaisiin näin tekninen menettely, joka tekisi perustellusti harkittavissa tilanteissa mahdolliseksi toteuttaa taloudellisessa mielessä velkakonversiota vastaava menettely, tarvittaessa myös yhtiön olemassa olevien osakkaiden enemmistön kannan vastaisesti. Englannin oikeuden kaltaisten laajojen oikeuksien antaminen tuomioistuimelle uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen mahdollistaisi esimerkiksi yrityssaneerausmenettelyn ja yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn yhdistämisen. Tällöin uudelleenjärjestelymenettelyssä hyväksyttäisiin yhtiön jäljellä oleva liiketoiminta ja varallisuus siirrettäväksi toiseen, tavallisesti yhtiön velkojien omistamaan yhtiöön. Englannin oikeuden käytäntöä peilaten, mikäli yrityssaneerausmenettelyn perusteella olisi ilmeistä, että yhtiön osakkeenomistajat ovat yhtiön ylivelkaantumisen seurauksena menettäneet taloudellisen intressin yhtiössä, voitaisiin tällainen menettely toteuttaa, perustellun harkinnan ja arvonmääritysten perusteella, mahdollisesta yhtiön osakkeenomistajien vastustavasta kannasta huolimatta.

Toiseksi EMCA-mallissa on valmiiksi huomioituna tyyppillisen civil law -yhtiölainsäädännön erillisesti sääntelemät sulautumis- ja jakautumismenettelyt. Näiden yhteensovittamisen uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säädösten kanssa EMCA-malli ratkaisee edellyttämällä, että asianomaisen maan osakeyhtiölakiin sisältyvät sulautumista, jakautumista sekä rajan yli tapahtuvan rekisteröidyn toimipaikan siirtymistä koskevat säännökset tulevat ensisijaisesti sovellettavaksi.

Yhtiön purkamiseen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta ilman erillistä selvitystilamenettelyä olisi mielestäni kuitenkin oltava erityisiä perusteita. Vaihtoehtoinen malli olisi edellyttää myös selvitysmenettelyn osalta noudatettavaksi OYL:n asianomaisia säädöksiä.

Kolmanneksi EMCA:n mallin mukainen mahdollisuus erilaisiin menettelyihin ja niiden yhdistelemiseen antaa järjestelyn osapuolille parhaat mahdollisuudet käytännössä toimiviin ratkaisuihin. Uudelleenjärjestely toteutetaan usein tilanteissa, joissa kohdeyhtiössä voidaan tarvita eri tyyppisiä järjestelyjä. Lainsäädännön tulisi luoda joustavat puitteet käsitellä ja hyväksyä erilaisia järjestelyjä, kuitenkin siten, ettei minkään osapuolen oikeussuoja vaarannu.

Neljänneksi on muistettava, Englannin oikeuden mallin mukaisesti, että tuomioistuimella ei ole velvollisuutta vahvistaa uudelleenjärjestelymenettelyä. Mitä hankalampaa rakennetta tuomioistuimelle esitetään, sitä korkeampi kynnys tuomioistuimella on vahvistaa menettely, vaikka kaikki intressiluokat, joita menettely koskee, sitä lähtökohtaisesti kannattaisivat.

6. Modifioitu EMCA -malli

6.1 Malli osakeyhtiölain muuttamiseksi

Perustuen kaikkiin edellä läpi käymiini tutkimuksen osa-alueisiin, seuraavassa on kootusti hahmoteltu mahdollinen uusi, erityistä Uudelleenjärjestelymenettelyä koskeva luku sisällyttäväksi osakeyhtiölakiimme. Luontaisimmin tämä sijoittuisi lain uudeksi kuudenneksi osaksi. Malli perustuu pitkälti edellä esitettyyn EMCA:n mallilakiin, sisältäen kuitenkin yhden, tärkeän poikkeuksen. Mallilaista poiketen ehdottamani malli ei sisällä vaatimusta kokouksessa edustettujen osakkaiden tai velkojen lukumääräisen enemmistön kannatuksesta, vaaditun osakkeiden ja/tai velkojen määräänemmistön vaatimuksen ohella. Lukumääräinen osakkaiden tai velkojen enemmistö on osoittautunut Englannin oikeuskäytännössä haasteelliseksi ja se on mahdollistanut myös säädöksen manipuloinnin hajauttamalla rahoitusinstrumentin omistusta useammalle erilliselle taholle. Olen tehnyt malliin myös joitain tarkennuksia perustuen Suomessa käytössä olevaan osakkeiden nimellisarvottomaan järjestelmään.

Myös Englannin oikeuskirjallisuudessa on keskusteltu viime vuosina kriittisesti Companies Act:in (2006) nykyisen menettelyn äänestyksiin liittyvästä osakkaiden tai velkojen lukumääräistä enemmistöä edellyttävästä "headcount"-testistä. Payne kiteyttää käytyä keskustelua seuraavasti:

"It is suggested that the headcount test should be abolished, for both member schemes and creditor schemes. While this test might be seen as adding a level of protection for small shareholders and creditors, this is necessarily at the expense of large creditors and members, so that a scheme with the support of the overwhelming majority of creditors or shareholders by value can nevertheless be blocked by a small minority. It is suggested that the balance should be in favour of the large creditors or members for the following reasons. First, the small creditors and members have adequate protections both within the law relating to schemes (in the form of court sanctioning) and more generally. Second, the headcount test is subject to manipulation via share-splitting arrangements (a problem that also exists, though less acutely, in relation to creditors' schemes) and the test becomes problematic where the individual holds beneficially via a nominee. As regards member schemes it may additionally be pointed out that the headcount test is at odds with the mechanism otherwise adopted for fundamental corporate matters, which relates to

*the number of shares voted and not to the number of shareholders. It is not clear why schemes require this additional headcount test.*²⁷³

Mietittäessä uudelleenjärjestelymenettelyä koskevia säädöksiä Suomen oikeuteen, on myös huomattava osakeyhtiölain nykyinen sisältö, jonka mukaisesti määräenemmistöä koskevissa kysymyksissä ratkaisevana tekijänä on lukumääräinen enemmistö osakkeista, eikä äänestykseen osallistuneiden osakkaiden määrälle ole annettu merkitystä. Tältä osin Suomen oikeuden nykyinen käytäntö tukisi osakkaiden (ja velkojen) lukumäärää koskevan testin pois jättämistä. Mahdollisten poikkeavien äänioikeuksien osalta Uudelleenjärjestelymenettelyyn sisältyy velvoite osakkeiden jakamisesta äänestystä varten eri luokkiin, mikäli niiden oikeudet poikkeavat toisistaan. Luokkakohtainen äänestysmenettely huomioi näin mahdollisen eron osakkeiden tuottamissa äänissä. Kukin osakelaji äänestää menettelyssä erikseen ja kannatus menettelylle on saavutettava kaikissa niissä luokissa, joihin menettelyllä on vaikutus.

²⁷³ Jennifer Payne, 2014, s. 68.

OSAKEYHTIÖLAKI

VI OSA

UUDELLEENJÄRJESTELYMENETTELY

20 a luku

1§

Uudelleenjärjestely

Yhtiön ja sen velkojen tai velkojaluokan kanssa, tai osakkeenomistajien tai osakkeenomistajaluokan kanssa voidaan ehdottaa kompromissia tai järjestelyä (uudelleenjärjestely) edellyttäen, että uudelleenjärjestelyn menettelykokous sen hyväksyy. Tuomioistuin antaa määräyksen kunkin kokouksen koollekutsumisesta ja siinä noudatettavasta menettelystä.

”menettelykokous” on, tapauksesta riippuen, yhtiön velkojen tai tietyn velkojaluokan tai yhtiön osakkeenomistajien tai tietyn osakkeenomistajaluokan kokous, joka käsittelee ja äänestää ehdotuksesta uudelleenjärjestelyksi.

2§

Uudelleenjärjestelymenettely

Kun on tehty ehdotus järjestelystä yhtiön ja sen velkojen tai velkojaluokan kanssa, tai osakkeenomistajien tai osakkeenomistajaluokan kanssa tuomioistuin voi yhtiön, velkojan, osakkeenomistajan, konkurssipesän hoitajan tai yrityssaneerauksen selvitysmiehen hakemuksesta määrätä kutsuttavaksi koolle osakkaiden tai osakkeenomistajaluokan tai velkojen tai velkojaluokan kokouksen tai kokoukset, joita järjestely edellyttää, sen mukaisesti kuin tuomioistuin määrää.

Riippumatta siitä, mitä edellä 1 pykälässä on säädetty kokouksen koollekutsumisesta, kunkin kokouskutsun tulee sisältää selventävä lausunto ehdotetusta järjestelystä, sen yleisistä vaikutuksista sekä erityisistä vaikutuksista sen kohteena olevien osakkeenomistajien tai velkojen oikeuksiin.

Mikäli lukumääräinen enemmistö, joka, tapauksesta riippuen, edustaa 2/3 yhtiön osakkeiden tai tietyn osakeluokan sisältämien osakkeiden määrästä tai velkojen tai velkaluokan arvosta, laskettuna kokouksessa läsnä olevista sekä äänestykseen joko itse tai valtakirjan perusteella osallistuvista, hyväksyy uudelleenjärjestelyn, uudelleenjärjestely sitoo, tapauksesta riippuen, kaikkia osakkeenomistajia, osakkeenomistajaluokkaa, velkojia tai velkojaluokkaa sekä yhtiötä, mikäli tuomioistuin vahvistaa uudelleenjärjestelyn. Selvyyden vuoksi, mikäli yhtiöllä on erilaisia osakkeita, kunkin osakelajin osakkeenomistajien luokan on hyväksyttävä menettely edellä olevan mukaisesti omassa luokassaan.

Tuomioistuimen edellä 3 kohdan mukaisesti vahvistama uudelleenjärjestely ei astu voimaan ennen kuin se on rekisteröity [kaupparekisteriin].

Tuomioistuimen päätös

Kun tuomioistuimelle on tehty hakemus ehdotetun uudelleenjärjestelyn vahvistamisesta ja tuomioistuimelle on esitetty, että uudelleenjärjestelyn tarkoituksena on

(i) yhtiötä tai yhtiöryhmää koskeva uudelleenjärjestely, tai

(ii) kahden tai useamman yhtiön sulautuminen,

ja uudelleenjärjestelyssä sen kohteena olevan yhtiön kaikki tai mikä tahansa osa sen sitoumuksista tai omaisuudesta ("ostettava yhtiö") on esitetty siirrettäväksi toiseen yhtiöön ("ostaja yhtiö"), tuomioistuin voi vahvistaessaan uudelleenjärjestelyn määrätä kaikista seuraavista asioista:

(a) minkä tahansa ostettavan yhtiön sitoumusten (mukaan lukien sopimuksiin perustuvat oikeudet ja muut oikeudet) tai näiden minkä tahansa osan, yhtiön omaisuuden tai vastuiden siirtämisestä ostaja yhtiöön;

(b) jakaa tai määrätä ostajayhtiön esityksen mukaisesti ostettavan yhtiön omistamia osakkeita, velkoihin kohdistuvia osuuksia, ohjelmiin perustuvia tai muita yhtiön oikeuksia, joita uudelleenjärjestelyssä on esitetty jaettavaksi tai määrättyksi kenelle tahansa;

(c) jatkaa puolesta tai vastaan vireillä olevia, mihin tahansa ostettavaan yhtiöön kohdistuvia oikeudellisia menettelyjä;

(d) päättää purkaa ilman erillistä selvitysmenettelyä minkä tahansa ostettavan yhtiön, mikäli tuomioistuin harkitsee olevan erityisiä perusteita näin menetellä;

(e) varata vakuus tai muu oikeus sellaiselle taholle, joka on tuomioistuimen asettamassa järjestyksessä vastustanut uudelleenjärjestelyä;

(f) määrätä sellaisten oheiskulujen tai järjestelystä aiheutuvien kulujen maksamisesta ja muista täydentävistä määräyksistä, jotka ovat välttämättömiä yhtiön uudelleenjärjestelyn tai sulautumisen toimeen panemiseksi.

Kun tämän lainkohdan mukaisesti annettu tuomio määrää omaisuuden tai vastuiden siirtämisestä, omaisuus siirtyy annetulla tuomiolla ostajayhtiölle. Määrätyt vastuut siirtyvät tuomiolla ostajayhtiölle ja niistä tulee tuomion perusteella ostajayhtiön vastuita. Mikäli tuomioistuimen määräyksessä niin todetaan, vapautuu yhtiön kiinteä omaisuus sellaisesta siihen kohdistuvasta vakuusoikeudesta, joka on uudelleenjärjestelyn perusteella määrätty lakanneen olemasta voimassa.

Tuomioistuin ei voi vahvistaa kompromissia tai järjestelyä joka koskee yhtiötä ja sen velkoja tai osakkeenomistajia tai näiden luokkaa, joka liittyy [tämän lain] kohdan [...] mukaiseen yhtiön sulautumiseen, [kohdan [...] mukaiseen rajan yli tapahtuvaan rekisteröidyn toimipaikan siirtämiseen] tai

*kohdan [] mukaiseen jakautumiseen, mikäli asianomaisten lain kohtien mukaiset lain edellytykset eivät tule järjestelyssä noudatetuksi.*²⁷⁴

6.2 Malliin liittyvät rajaukset

Edellä luonnosteltu malli osakeyhtiölain muutokseksi koskee luonnollisesti ainoastaan osakeyhtiömuotoisia yhtiöitä. En ole arvioinut tarvetta mallin laajenukselle osakeyhtiöiden ulkopuolelle, vaan olen tietoisesti rajannut tämän arvioinnin tutkimukseni ulkopuolelle. Huomion arvoista toki on, että erityisesti osuuskuntalainsäädäntöä on Suomessa kehitetty merkittävästi osakeyhtiölainsäädäntöön perustuen. Mikäli osakeyhtiölainsäädäntöämme päädytään muuttamaan lisäämällä siihen uudelleenjärjestelymenettely, lienee perusteltua arvioida myös osuuskuntalainsäädäntöemme muutostarpeita vastaavilta osilta. Uudelleenjärjestelymenettelystä on kuitenkin oikeussystematiikan kannalta perustelluinta säätää kussakin substanssilaissa, joihin menettelyillä on kiinteä liittymä. Tämä on perusteltua erityisesti lakiin liittyvien muiden menettelyiden yhteensovittamisen kannalta.

Uudelleenjärjestelydirektiivin mukaisesti tietyt erityislainsäädännön piiriin kuuluvat yhtiöt on rajattu direktiivin ulkopuolelle, koska niitä varten on olemassa erityinen kriisinratkaisumenettelyä koskeva lainsäädäntö. Olen tehnyt vastaavan rajauksen tutkimukseeni liittyen.²⁷⁵ Vastaavasti uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säädösten osalta tulisi todeta, että ne eivät koske näitä erityislakiin perustuvia yhtiöitä, koska niihin liittyen on olemassa erityislainsäädäntö kriisinratkaisuun liittyen. Vakuutusyhtiöiden vastuiden uudelleenjärjestelyihin liittyvät kysymykset muodostavat myös selkeän erillisen tutkimuskohteen. Mikäli Suomessa harkittaisiin lainsäädäntötoimiin ryhtymistä perustuen uudelleenjärjestelymenettelyä koskeviin säännöksiin, voidaan tähän alueeseen palata joko samassa yhteydessä tai myöhemmin. Pidän englantilaiseen oikeuskäytäntöön perustuen myös vakuutusyhtiöiden vastuiden järjestämisen kannalta Scheme-säädöksiä sinänsä lähtökohtaisesti hyödyllisinä. Perustuen kuitenkin oikeusministeriön osakeyhtiölain kehittämisestä laatimasta raportista saatuihin kommentteihin, näiden mukaan ottamista ei ilmeisesti pidetä finanssisektorimme toimijoiden kannalta tarpeellisenä. Tämä tarve on luonnollisesti erityisesti vakuutussektorin sisäisesti arvioitava asia.

Tutkimukseni rajaus koski myös erityislakiin perustuvia asunto-osakeyhtiöitä. Asunto-osakeyhtiöihin liittyvät osakkeiden asuntoihin kohdistuvat oikeudet saattaisivat olla systemaattisesti hankalammin yhteensovitettavissa uudelleenjärjestelymenettelyn kanssa. Luontevaa olisi jättää asunto-osakeyhtiölain mukaiset yhtiöt mahdollisen uuden lain soveltamisen ulkopuolelle.

²⁷⁴ Esitykseen liittyvät muokausmerkinnät indikoivat poikkeusta alkuperäisestä EMCA:n mallista.

²⁷⁵ Tutkimuksen rajaukset kohdassa I.1.7.

OSA VI

UUELLEENJÄRJESTELYIDEN KÄYTTÖALUEET

1. Vieraaseen pääomaan kohdistuvat menettelyt

1.1 Samaehtoisen velan ehtojen uudelleenjärjestely

Markkinaehtoisessa rahoituksessa käytetään ensisijaisesti kahta keskeistä rahoitusmuotoa: syndikoitua lainaa, jossa lainanantajina ovat lähtökohtaisesti pankit tai muut rahoituslaitokset yhteisen samaehtoisen lainasopimuksen nojalla, sekä joukkovelkakirjalainarahoitusta, jolloin rahoitus tapahtuu samaehtoisten arvopapereiden liikkeeseenlaskun kautta ja rahoituksen antajina on usein laajempi ryhmä institutionaalisia tai yksityisiä sijoittajia. Jälkimmäisessä rahoituksessa on kysymys arvopaperimuotoisesta rahoituksesta, ensimmäisessä lainamuotoisesta rahoituksesta. Näiden väliin jäävä rahoituksen tyyppi, niin kutsuttu Schuldschein-rahoitus on kehittynyt erityisesti saksalaisen ja itävaltalaisen markkinan kautta. Juridisesti Schuldschein ei ole arvopaperi, vaan perustuu lähtökohtaisesti lainasopimukseen. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen lainsäädännön sijaan sitä koskevat ensisijaisesti Saksan (tai muun liikkeeseenlaskuvaltion) lainainstrumentteja koskevat lait.

Saksalaiseen oikeuskulttuuriin liittyvää Schuldschein -instrumenttia voitaisiin käyttää myös Pohjoismaissa. Syndikoidun lainan tapaan Schuldscheinilla on yleensä useita lainanantajia, mutta lainanantajina toimivat ensisijaisesti joukkolainamarkkinoiden sijoittajat kuten vakuutusyhtiöt ja eläkeyhtiöt, eivät pankit. Lainaosuuksilla ei voi lähtökohtaisesti käydä kauppaa esimerkiksi selvittelymenettelyn kautta, mutta lainoja voidaan siirtää toiselle lainanantajalle tavalliseen velkakirjaan liittyvän siirtomekanismin kautta. Lainanantajina toimivat ammattimaiset institutionaaliset sijoittajat hyväksyvät lähtökohtaisesti sijoitukset epälikvidinä "buy-and-hold" -perusteisina sijoituksina sekä ilman arvopaperimarkkinaoikeudellista suojaa olevina instrumentteina. Liikkeeseenlasku, mikäli tätä arvopaperimarkkinaoikeudellista termiä on edes asianmukaista käyttää, tapahtuu aina "private placement" -perusteisesti kullekin lainanantajalle annettavan Schuldschein-velkakirjan kautta, eikä instrumenttia voida listata tai ottaa muun monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi.

Markkinajärjestö LMA:n kuvaa Schuldscheinin olemusta:

"The borrower's note does not constitute a security within the meaning of German civil and commercial law or within the meaning of the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz, "WpHG") or the Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz, "WpPG") and generally only serves as documentary evidence of a debt. This means that Schuldscheindarlehen are exempted from the obligation to publish a prospectus under European

prospectus law. It is not possible to use a clearing system for such loans and they may not be listed or traded on any stock exchange.”²⁷⁶

Kaikkiin edellä mainittuihin velkamarkkinoilla käytössä oleviin rahoitusinstrumentteihin, syndikoituihin lainoihin, joukkovelkakirjalainoihin sekä Schuldschein-velkakirjalainoihin, voi kohdistua Scheme of Arrangement -menettely velan ehtojen muuttamiseksi. Englannin oikeudessa tyypillisin samaehtoiseen velkaan liittyvä Scheme-menettely koskee lainan maturiteetin pidentämistä, mikä lainan sopimusehtojen mukaisesti usein edellyttää kaikkien lainanantajien hyväksymisen. Scheme-menettelyssä tuomioistuin voi päättää edellytetyn määränemistön kannatuksen varmistuttua vahvistaa järjestelyn, eli maturiteetin muutoksen, sitovan myös sitä vastustaneita lainanantajia. Menettely suojaa yhtiön ohella enemmistöön kuuluvien velkojen intressiä, mikäli vaihtoehtona esimerkiksi on, että yhtiö ilman järjestelyä ajautuisi maksukyvyttömyysmenettelyyn. Tämä voisi heikentää samaehtoisen velan velkojen yhteistä taloudellista asemaa huomattavasti tehtävää järjestelyä enemmän.

Myös yhtiön yhteen samaehtoiseen velkajärjestelyyn tehtävässä menettelyssä voidaan poikkeuksellisesti joutua määrittämään eri luokkia sitä koskevaa äänestystä varten. Näin on tehtävä, mikäli velan osuuden haltijoiden oikeudet poikkeavat jostain syystä toisistaan. Oikeuskäytäntöön perustuva luokkajakomenettely varmistaa, ettei velkojan tai osakkeenomistajan asemaan perustuvien oikeuksien eroavuus mahdollista käyttämästä menettelyä väärin ja luomaan jollekin etua toisten kustannuksella. Esimerkkinä oikeuksien poikkeamisesta samaehtoisten velkainstrumenttien kohdalla voisi toimia tilanne, jossa yksi velkojista on myös velallisen emoyhtiö. Tällöin muiden velkojen osuuksista tulisi muodostaa äänestystä varten erillinen luokka.

1.2 Useampien velkojen uudelleenjärjestely, luokkien määrittely

Yhtiön velkoihin kohdistuva uudelleenjärjestely voi koskea yhtiön kaikkia velkoja (ja vastuita) tai mitä tahansa osaa niistä. Yhtiöllä voi tulla kyseeseen tilanne, jossa esimerkiksi sen kaikkia markkinaehtoisia velkajärjestelyjä varten tarvitaan Scheme-menettelyä. Menettelyä harkitsevan yrityksen on tällöin mietittävä, ja tuomioistuimen englantilaisen oikeuskäytännön esimerkin mukaisesti varmennettava, kohdistetaanko menettelyä koskeva äänestys tällöin erikseen kunkin velan lainanantajille, vai voidaanko kaikkia lainanantajia yhdessä pitää yhtenä luokkana. Hakijan velvollisuutena on määritellä kaikki ne luokat, joita hakemus koskee ja tuomioistuimen tehtävänä asian ensimmäisessä käsittelyssä on päättää luokkajaosta ja käsitellä mahdolliset siihen kohdistuvat huomautukset.

Vakuudettomien velkojen osalta tulee muodostettavaksi erillinen luokka ainakin tilanteissa, joissa toisen luokan velkaosuuksia leikataan, mutta toiselle luokalle (esimerkiksi kaupalliset velkojat) leikkausta ei tehdä. Mikäli yhtiölle tulisi jostain syystä tarve järjestellä samanaikaisesti useampaa eri markkinaehtoista rahoitusinstrumenttiaan (esimerkiksi tiettyä joukkovelkakirjalainaa ja tiettyä syndikoitua lainaa), voisi

²⁷⁶ Loan Market Association, Schuldscheindarlehen – LMA Product Guide (Updated Version 2016), saatavilla: <www.lma.eu.com/news-publications/press-releases?id=21>, versio 16.8.2018.

lähtökohtaisesti olettaa, että ehdotetut järjestelyt poikkeavat myös siinä määrin oikeuksiltaan toisistaan, että olisi perusteltua käsitellä näitä erillisinä luokkina. Jokainen tapaus tulee kuitenkin arvioida tässä suhteessa sen erityispiirteet huomioiden. Luokkajaon muodostumiseen vaikuttavat yhtä hyvin erovat oikeudet liittyen velkojen tai osakkeenomistajien asemaan yhtiöön nähden, kuin eroavuudet järjestelyn perusteella tulevissa oikeuksissa.

1.3 Uudelleenjärjestelymenettely saneerausmenettelyn, konkurssin tai selvitystilamenettelyn yhteydessä

Mahdollinen uusi yhtiöoikeudellinen, yhtiön velkoihin tai osakkeisiin kohdistuva uudelleenjärjestelymenettely tulee yhteensovittaa mahdollisen yhtäaikaisen yhtiöön tai sen varallisuuteen kohdistuvan saneeraus-, konkurssi-, ulosmittaus- tai selvitystilamenettelyn kanssa.

Saneerauksen ja konkurssin osalta on tarkoituksenmukaisinta, että nämä kokonaisvaltaisesti yhtiön varallisuuteen kohdistuvat maksukyvyyttömyysmenettelyt ovat ensisijaisia yhtiöoikeudellisen menettelyn suhteen. Uudelleenjärjestelymenettelyn olisi lähtökohtaisesti odotettava sen aikana käynnistyneen maksukyvyyttömyysmenettelyn yli, ennen kuin menettelyä voidaan mahdollisesti jatkaa, ellei yhtiöoikeudellista menettelyä katsota tarkoituksenmukaiseksi toteuttaa osana maksukyvyyttömyysmenettelyä tai tuomioistuimien katso muutoin perustelluksi jatkaa menettelyä. Näin voisi olla esimerkiksi harkittaessa saneerausohjelmaa, jossa puututaan yhtiön osakkeisiin liittyviin oikeuksiin. Englannin oikeuden vallitsevana käytäntönä on, että siellä voidaan toteuttaa esimerkiksi yhdistetty maksukyvyyttömyysoikeudellinen administration-menettely ja siihen liittyvä Scheme of Arrangement -yhtiöoikeudellinen menettely. Jälkimmäisessä voidaan esimerkiksi hyväksyä yhtiön varojen ja liiketoiminnan siirto toiseen, yhtiön velkojen tai näiden merkittävän osan perustamaan yhtiöön. Tällöin voi olla taloudellisessa mielessä kysymys Velkakonversiosta, eli vastoin yhtiön omistajien kantaa toteutettavasta velkojen konvertoinnista yhtiön omistukseksi. Tämä menettely edellyttää tuomioistuimelta huolellista taloudelliseen analyysiin perustuvaa harkintaa.

Velkakonversioselvityksen ja siitä saadun lausuntopalautteen mukaan Suomessa nähdään yleisesti tarvetta selvittää edelleen velkakonversiota sekä siihen liittyvää uutta lainsäädäntömallia. Velkakonversioselvityksestä annetuissa lausunnoissa tulee esiin myös vastakkaisia näkemyksiä, joiden mukaisesti nykyistä lainsäädännön tilannetta pidetään toimivana, eikä sen muuttamiselle nähdä erityisiä perusteita.²⁷⁷ Velkakonversioselvityksestä annetut lausunnot poikkesivat sisällöltään olennaisesti toisistaan. Useissa lausunnoissa nähtiin jopa kiireellistä tarvetta lainsäädäntöämme muuttamiseksi, mutta toisissa oltiin korostuneesti huolestuneita velkakonversion tuomasta mahdollisuudesta puuttua osakkeenomistajien oikeuksiin näiden kannan vastaisesti yrityssaneerausvaiheessa. Seuraavassa

²⁷⁷ Oikeusministeriö Lausuntopyyntö, OM 2/41/2018, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyyttömyystilanteiden näkökulmasta, saatavilla: <www.lausuntopalvelu.fi>, versio 23.8.2018.

esimerkkinä joitain lausunnoissa esitettyjä näkemyksiä, jotka kuvastavat eri kantoja Velkakonversioon liittyen.

Keskuskauppakamari:

”Selvitys puoltaa velkakonversion toteuttamista maksukyvyttömyyssääntelyä muuttamalla, mutta tarve yhtiöoikeudellisille elementeille on arvioitava sen mukaan, mitä vaikutuksia sääntelyllä lopulta haetaan (vrt. UK ja Scheme of Arrangement) ja mitä mahdollisia koko rajoja tms. konversiolle asetetaan. Käytännöllisempi ja yksinkertaisempi vaihtoehto lienee säätää velkakonversiosta vain maksukyvyttömyyden osalta, miltä osin muutostarve on selkein ja kiireisin.”²⁷⁸

Insolvenssioikeudellinen yhdistys r.y.:

”Lähtökohtaisesti velkakonversio tapahtuisi yrityssaneerauksen yhteydessä, jolloin se on ensisijaisesti maksukyvyttömyyslainsäädäntöä. Velkakonversioon liittyy kuitenkin olennaisesti yhtiöoikeudellinen päätöksenteko ja muu erityisesti osakkeisiin liittyvä sääntely, minkä vuoksi velkakonversiota koskeva sääntely tulisi toteuttaa sekä maksukyvyttömyys- että yhtiöoikeussääntelyn puitteissa.”²⁷⁹

Finanssialan Keskusliitto:

”FA yhtyy selvityksen toteuttajaorganisaation käsitykseen siitä, että maksukyvyttömyysoikeudellinen konversio on nopeampi toteuttaa, mikä on kannatettavaa aikataulusyistä ja velkojansuojan tehostamiseksi. Scheme of arrangement -tyyppisten järjestelyiden sisällyttämistä Suomen yhtiöoikeuteen on kuitenkin syytä selvittää edelleen.”²⁸⁰

Suomen Asianajajaliitto:

”Maksukyvyttömyyssääntelyä, yrityssaneerausta, mutta ilmeisesti muutostarvetta on myös yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä ristiriitaisen sääntelyn välttämiseksi.”²⁸¹

Pörssisäätiö:

”Pakollinen velkakonversio (omistajien kuulematta jättäminen) olisi merkittävä muutos omistajan oikeuksiin, jota tulisi käsitellä laajasti ennen muutoksen tekemistä. Tällä hetkellä moni suurempikin omistaja (esimerkiksi useat pörssiyhtiöiden sukuomistajat) on asettanut omistuksensa OYL:n säädökset huomioiden niin, että heidän omistususuutensa on yli 10 prosenttia, jotta heillä on tietyt omistajan oikeudet. Tämä raja tulisi huomioida mahdollisessa sääntelyssä jatkossakin. Rajan muuttaminen olisi merkittävä muutos kotimaiseen käytäntöön.”²⁸²

²⁷⁸ Idem, Keskuskauppakamarin lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

²⁷⁹ Idem, Insolvenssioikeudellinen yhdistys r.y.:n lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

²⁸⁰ Idem, Finanssialan Keskusliiton lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

²⁸¹ Idem, Suomen Asianajajaliiton lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

²⁸² Idem, Pörssisäätiön lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

Suomen Yrittäjät ry:

*”Tarvitsemme yhtiöoikeuden näkökulmasta enemmän selvityksiä eri vaihtoehtoista ja arvioita mahdollisista vaikutuksista.”*²⁸³

Scheme of Arrangement -menettelyn kaltaisten säännösten sisällyttäminen yhtiöoikeuteemme mahdollistaisi lausunnoissa ilmenneiden eriävien kantojen tarkoituksenmukaisen yhteensovittamisen. Osassa Velkakonversioselvityksestä annetuista lausunnoista kuvastui huoli uuden lainsäädännön tuomasta mahdollisuudesta puuttua yhtiön omistajien oikeuksiin näiden kannan vastaisesti yrityssaneerausvaiheessa. Scheme-uudelleenjärjestelymenettelyn kautta osakkaiden oikeussuoja tulisi huomioiduksi, mahdollistaen kuitenkin ääritilanteissa osakkaiden kannan sivuuttamisen. Tällöinkin osakkeeseen liittyvien oikeuksien osalta tilanne tavanmukaisesti pysyisi muuttumattomana ja osakkaiden asianmukainen kuuleminen toteutuisi. Samoin toteutuisi esimerkiksi Suomen Asianajajaliiton esiin nostama muutostarve yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä ristiriitaisen sääntelyn välttämiseksi.

Lainsäädäntöön saataisiin Scheme-menettelyn kautta luotua menettely, jolla tuomioistuin, niin perustellusti harkitessaan ja osapuolia kuultuaan, voisi huomioida velkojen oikeuksia yrityssaneerausmenettelyyn yhdistetyssä yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä. Menettely huomioisi adekvaatisti julkisiin yhtiöihin kohdistuvan toisen yhteensovitettun yhtiöoikeusdirektiivin perusteet, joiden mukaisesti päätös yhtiön pääoman korottamisesta tulee tehdä yhtiökokouksessa ja yhtiön osakkeenomistajille on tarjottava etuoikeus merkintään.²⁸⁴

Selvitystilamenettelyssä on kysymys puolestaan koko yhtiöön kohdistuvasta menettelystä, josta päätetään määräenemistöllä yhtiökokouksessa. Mikäli tällaisesta menettelystä on päätetty ennen uudelleenjärjestelymenettelyä koskevan hakemuksen jättämistä tai sen aikana, tulee myös selvitystilamenettelyä pitää ensisijaisena menettelynä uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden, kuitenkin niin, että uudelleenjärjestelymenettely tulisi voida käynnistää myös selvitystilamenettelyn aikana. On toki ajateltavissa, että selvitystilamenettelyn aikana saataisiin uudelleenjärjestelymenettelyssä sovittua yhtiön velkojen kanssa velkojen uudelleenjärjestelystä, jolloin voi olla luontevaa päättää lopettaa selvitystila yhtiökokouksen OYL 20 luvun 19§ mukaisella päätöksellä.

1.4 Vastuiden uudelleenjärjestely

Uudelleenjärjestelymenettelyn velkoja-käsitettä on tulkittu laajasti Englannin oikeuskäytännössä. Se voi sisältää myös sellaiset ehdolliset vastuut, joihin perustuva saatava syntyy tulevaisuudessa. Scheme-menettely onkin osoittautunut hyödylliseksi silloin, kun on tarvinnut järjestellä uudelleen esimerkiksi vakuutusyhtiöiden ehdollisia vastuuta. Tutkimuksen rajauksen vuoksi vakuutusyhtiöt on rajattu

²⁸³ Idem, Suomen Yrittäjät r.y.:n lausunto lausuntopyynnön 18. kysymykseen.

²⁸⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2017/1132 tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio), ks. edellä jakso IV.1.4.

tutkimukseni ulkopuolelle, mutta myös muilla yhtiöillä voi luonnollisesti olla ehdollisia vastuita, joihin kohdistuu järjestelytarve. Ehdollisten vastuiden järjestäminen tapahtuisi menettelyllisesti samalla tavalla kuin velkojen uudelleenjärjestely, vastaavat määräenemmistöpäätöksiä ja mahdollisia luokkakajoa koskevat määräykset koskevat myös vastuiden järjestelyjä.

Poikkeuksellisesti on herännyt kysymys siitä, onko kysymys järjestelystä yhtiön ja sen velkojen tai osakkaiden välillä silloin, jos nämä luopuvat oikeuksistaan kolmansiin osapuoliin, erityisesti yhtiön konsernin yhtiöihin, nähden. Tapauksessa *Re Lehman Brothers International (Europe)* tuomari Patten perusteli tällaista loogisena pitämäänsä mahdollisuutta seuraavasti:

*"[i]t seems to me entirely logical to regard the court's jurisdiction as extending to approving a scheme which varies or releases creditor's claims against the company on terms that require them to bring into account and release rights of action against third parties designed to recover the same loss. The release of such third party claim is merely ancillary to the arrangement between the company and its own creditors."*²⁸⁵

Jennifer Payne on kiteyttänyt *Re Lehman Brothers International (Europe)* -oikeustapaukseen perustuen englantilaisten tuomioistuimien kantana olevan, että niillä on Scheme-menettelyssä toimivalta edellyttää, että osana kompromissia tai järjestelyä yhtiön ja sen velkojen kesken voidaan velkojen edellyttää vapauttavan takauksia, joita näillä on kolmansilta osapuolilta samoihin velkoihin kohdistuen. Edellytyksenä tällöin on, että (i) järjestelyyn liittyy aito kompromissi ("give and take") tällaisen kolmannen osapuolen ja yhtiön velkojen välillä; (ii) velkojen oikeudet kolmansiin osapuoliin nähden ovat riittävän liitännäiset velkojan oikeuksiin yhtiöön nähden; (iii) velkojen oikeudet kolmansiin ovat henkilökohtaisia ("personal") eivätkä hankintaperusteisia ("proprietary") ja (iv) velkojat myös hyötyvät takauksen vapauttamisesta siltä osin kun niiden täytäntöönpano heikentäisi olennaisesti yhtiöön kohdistuvan Scheme-menettelyn perusteella tulevaa suoritusta.²⁸⁶

Maksukyvyyttömyysmenettelyjen tavoin uudelleenjärjestelymenettelyt voivat koskea laajaa konserniyhtiöiden rypästä, jolloin on tarkoituksenmukaista, että menettelyt voidaan ulottaa tarvittaessa myös toiseen konserniyhtiöön. Tämän edellytyksenä on, että menettelyyn liittyy aito kompromissi tällaisen yhtiön ja varsinaisen menettelyn kohteena olevan yhtiön velkojen välillä.

Englantilaiseen oikeuskäytäntöön nojautuen on perusteltua Suomen mahdollisen yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kohdalla tulkita velkoja-käsitettä lähtökohtaisesti laajasti. Mukaan tulisi lukea mahdollisuus järjestellä uudelleen velvoitteita (vastuita), joiden peruste on selvä, mutta joiden mukainen saatava yhtiötä vastaan määräytyy vasta tulevaisuudessa.

Poikkeuksellisesti voitaisiin katsoa perustelluksi ulottaa Scheme-menettely kohdistumaan myös kolmansien vastuiden järjestelyyn. Tämä voisi tapahtua vastaavilla, edellä yksilöidyillä perusteilla, joita englantilaisten tuomioistuimien katsotaan tällaisissa tilanteissa edellyttävän.

²⁸⁵ *Re Lehman Brothers International (Europe)* (in administration) [2009] EWCA Civ 1161; [2010] 1 BCLC 496 at [65].

²⁸⁶ Jennifer Payne, 2014, s. 23-24.

Velkoja-käsitettä on Englannin oikeudessa tulkittu laajasti: se voi koskea myös vastuita, jotka ovat mahdollisia ja joiden suoritusvelvollisuus täsmentyy myöhemmin, edellyttäen kuitenkin, että vastuun oikeusperuste on olemassa menettelyä haettaessa. Näin tulisi olla myös mahdollisen Suomen oikeuden uuden uudelleenjärjestelymenettelyn osalta. Suomen oikeudessa on tiettyjen menettelyjen osalta rajattu, ketkä saavat menettelyyn liittyvän velkoja-aseman. Esimerkiksi sulautumisen osalta säädetään OYL 16:6 §:ssä että velkojilla, joiden saatava on syntynyt ennen sulautumissuunnitelman rekisteröimistä, on oikeus vastustaa sulautumista. Vastaava edellytys on jakautumisten osalta OYL 17:6 §:ssä. Tämän tyyppiselle rajaukselle ei kuitenkaan ole tarvetta uudelleenjärjestelymenettelyjen osalta.

2. Esineoikeudellinen arviointi menettelyistä vakuussopimusten kannalta

2.1 Vakuussopimusten ja vakuuksien uudelleenjärjestely liitännäissopimuksina

Mahdollisten vakuuksien tai vakuussopimusten uudelleenjärjestelyyn liittyy vähintään oikeussystemaattisia erityispiirteitä. Oikeuskirjallisuudessa varallisuus-oikeus jäsennetään ensinnäkin velvoiteoikeudeksi, jossa käsitellään saamisoikeuksiin liittyviä kysymyksiä. Esineoikeudessa puolestaan selvitetään (esineoikeuden perusteella määräytyviin) esineisiin kohdistuvia oikeuksia ja immateriaalioikeus jäsenyytään oikeudenalaksi, joka keskittyy aineettomiin objekteihin kohdistuviin oikeuksiin. Perinteisen käsitystavan mukaan panttioikeus oli esineoikeus, jota siis tuli käsitellä esineoikeuden piirissä. Ajattelua on kuitenkin tärkeä laajentaa, panttioikeuden kohteenahan voi olla mitä moninaisimpia objekteja. Kun panttioikeuden kohteeksi käsitetään aina oikeus, edes omistusoikeuteen kohdistuvaa panttioikeutta ei voitaisi pitää esineoikeutena ilmaisun ahtaassa merkityksessä. Kuten Tepora ym. aiheellisesti huomauttavat sillä, kuinka panttioikeudelliset kysymykset sopeutetaan perinteiseen oikeudenalajaotteluun, ei lopulta ole suurta merkitystä.²⁸⁷

Uudelleenjärjestelymenettelyn kannalta on keskeistä, pidetäänkö panttioikeutta tai muuta vakuusoikeutta täysin itsenäisenä oikeutena vai *liitännäisoikeutena* suhteessa saamisoikeuteen. Esimerkkinä ensimmäisestä on panttilainaustoiminta, joka lain nojalla perustuu siihen, että lainanottaja ei ole henkilökohtaisesti vastuussa lainasta. Tästä on PanttiLL 1.2 §:ssä nimenomainen säädos. Panttilainaustoimintaa harjoittava laitos ei saamansa toimiluvan nojalla ole edes oikeutettu sopimaan lainanottajan henkilökohtaisesta maksuvelvollisuudesta. Pantinsaajan arvo-oikeus tulee siis tällöin erottaa pantinsaajan henkilökohtaisesta suorituksensaantioikeudesta.

Panttioikeus voi myös eräntyä ennen henkilökohtaisen maksuvelvoitteen erääntymistä, vaikka asiasta ei olisi sovittu. Näin voi olla esimerkiksi MK 17:7 § nojalla tilanteissa, jossa velkojan mahdollisuus saada

²⁸⁷ J.Tepora - J.Kaisto - E.Hakkola, Esinevakuudet, Lakimiesliiton kustannus, 2009, s. 37-39.

suoritus saamiselleen pantatusta kiinteistöstä vaarantuu sen vuoksi, että kiinteistön arvo heikkenee olennaisesti, esimerkiksi tulipalon seurauksena.²⁸⁸ Takauslain valmistelutöiden mukaan takauslakia ei puolestaan sovelleta muun muassa takuusitoumuksiin tai muihin sitoumuksiin, joissa sitoumuksen antajan suoritusvelvollisuus on riippumaton päävelasta ja velallisen suoritusvelvollisuudesta.²⁸⁹

Mahdolliseen uuteen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen tulee arvioida erikseen mahdollisesti uudelleenjärjestelyä edellyttäviä panttauksia ja muita vakuusoikeuksia velkojen liitännäisoikeuksina sekä suorina itsenäisinä oikeuksina. Uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohtana on tarve kompromissiin tai järjestelyyn yhtiön ja sen velkojen (tai osakkaiden) välillä. Velkoja-käsitettä on edellä esitetyn mukaisesti Englannin oikeudessa tulkittu – ja olisi perusteltua harkita Suomen uuteen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen vastaavasti tulkittavaksi – laajasti. Se voi koskea myös vastuita, jotka ovat ehdollisia ja joiden suoritusvelvollisuus täsmentyy myöhemmin, edellyttäen kuitenkin, että vastuun oikeusperuste on olemassa menettelyä haettaessa. On siis ajateltavissa, että yhtiö olisi jopa sopinut panttauksesta, johon ei vielä lainkaan liity määrittelyä, mihin velkoihin se mahdollisesti liittyy. Havansi on lähtenyt kuitenkin siitä, että mitään panttioikeutta ei tällöin vielä ole, vaan panttioikeus edellyttää tietynlaista saamisliitännäistä vähimmäisperustetta, panttauksen ”causaa”, joka voi toki olla myös ehdollinen.²⁹⁰ Kanta on perusteltu, muussa tapauksessa pantinantaja voisi siirtää objektin arvon todellisten velkojen ulkopuolelle ilman mitään perustetta.

Englannin oikeuden kanta vakuudellisen velan ja vakuuksien uudelleenjärjestelymahdollisuuteen on selkeä. Uudelleenjärjestelyssä voidaan muokata sekä vakuusvelkoja, että vakuuksia. Paynen kuvauksen mukaisesti:

*”It is clear that schemes can include not only unsecured creditors, but also secured creditors, so that schemes can, and frequently do, involve the removal or modification of security. The security right is an integral part of the debtor-creditor relationship between a company and creditor, and as a result a scheme can legitimately alter those security rights in the same way that it can alter other aspects of the debtor-creditor relationship. A large number of recent schemes, such as those in relation to the IMO Car Wash Group, Rodenstock GmbH and PrimaCom Holding GmbH, have incorporated secured creditors.”*²⁹¹

Oikeudenmukaisuuden näkökulmasta kysymykseen vakuudellisen velan järjestelymahdollisuuden oikeutuksesta tulisi suhtautua saman suuntaisesti englantilaisen ajattelun kanssa. On vaikea tehdä teoreettisesti eroa vakuudellisen velan tai siihen liittyvän vakuuden järjestämisen ja vakuudettoman velan järjestämisen oikeutuksen välillä. Myös vakuudettomaan velkaan kohdistuu täysi ”omistusoikeus” saatavaan, ja oikeuden muuttaminen puuttuu tähän omistusoikeuteen. Vakuuden tarkoituksena on toki vahvistaa saatavaan liittyvää oikeutta, mutta oikeusteoreettisesti on vaikeaa perustella, miksi annettua

²⁸⁸ Idem, s. 105-110.

²⁸⁹ HE 189/1998, s. 28-29.

²⁹⁰ Erkki Havansi, Esinevakuusoikeudet, Lakimiesliiton kustannus, 1992, s. 106.

²⁹¹ Jennifer Payne, 2014, s. 182-183.

vakuutta tai vakuudellista velkaa ei voitaisi ääritilanteissa järjestellä uudelleen, jos näin katsotaan voitavan tehdä vakuudettomien velkojen kohdalla.

Verrattaessa esimerkiksi valtion antamaa velkasitoumusta, joka on aina lähtökohtaisesti vakuudeton, siihen että velkojalla on yksityisen yhtiön saatava, josta yhtiö on myös asettanut vakuuden, tuntuisi oudolta, että lainsäädäntö ei voisi tarjota mahdollisuutta kummankin velvoitteen järjestelemiseen. Uudelleenjärjestelymenettelyn osalta on tärkeää muistaa menettelyn edellyttämä vaatimus saman velkojaluokan merkittävän määränemmistön kannatuksesta ehdotetulle järjestelylle. Menettelyssä on kysymys siitä, miten oikeudellisesti suojataan instrumentin määränemmistön haltijoiden oikeuksia.

Näkemyks vakuudellisten velkojen järjestelymahdollisuuden oikeutuksesta on ehkä enemmän pragmaattinen kuin nykyisen varallisuus oikeutemme mukainen. Tutkimukseni tavoittelee kuitenkin lainsäädännön kehittämistä *de lege ferenda* –perusteisesti, pohjautuen vertailuun johtavan eurooppalaisen finanssimarkkinaoikeuden kanssa. Tällöin voi olla mahdollista harkita järjestelymahdollisuuden ulottumista myös vakuudellisiin velkoihin ja niihin liittyviin vakuuksiin.

Mietittäessä oikeudenmukaisuuden lähtökohdasta mahdollisuutta puuttua tarvittaessa myös vakuudellisen velan tai vakuuden ehtoihin, voidaan asiaa tarkastella käytännön esimerkin kautta. Oletetaan, että samaehtoiset rahoittajat ovat rahoittaneet syrjäisellä paikkakunnalla toimivaa yritystä ja saaneet vakuutena rahoitukselleen kiinnityksen velan täydestä arvosta yhtiön omistamaan kiinteistöön. Oletetaan edelleen, että paikkakunnalle on vaikea kuvitella pitkien etäisyyksien vuoksi mitään korvaavaa toimintaa kiinteistöllä sijaitsevalle teollisuushallille. Näin ollen kiinteistön itsenäinen markkina-arvo on nykytilanteessa olematon, ulkopuolisen rahoitusasiantuntijan arvion mukaisesti konkurssitilanteessa kiinteistön arvo olisi kymmenesosa samaehtoisten velkojen saatavien yhteismäärästä. Samaehtoisen velan enemmistövelkojen oikeussuojan kannalta tuntuisi kohtuuttomalta, mikäli he eivät voisi saada läpi järjestelyä, jossa vakuusvelan ehtoja muutetaan yhtiön kanssa järkeväksi katsotulla tavalla, esimerkiksi lykkäämällä eräpäivää ja pienentämällä pääomamäärää kymmenellä prosentilla, jos näin voidaan turvata yrityksen toiminnan jatkuminen going concern -perusteisesti, ja tuottaa toiminnan jatkumisen kautta riittävää kassavirtaa kaikkien uudelleenjärjesteltyjen velkojen maksamiseksi. Yrityssaneerausmenettelyssä vakuudellisia velkoja ei voida kuitenkaan lähtökohtaisesti leikata, näin ei myöskään Englannin oikeuden mukaisessa administration-menettelyssä. YrSanL:n mukaan vakuusvelkaan voidaan soveltaa vain 44 §:n 1 momentin 1–3 kohdassa ja 2 momentin 1 kohdassa tarkoitettuja järjestelyjä.²⁹² Rationa sille, miksi Scheme-menettelyssä voidaan puuttua myös vakuudellisten velkojen asemaan tai järjestellä vakuuksia, Payne toteaa:

²⁹² Myös YrSanL:n vakuusvelan määritelmän mukaan vakuusvelaksi katsotaan velka vain siltä osin kuin vakuuden arvo menettelyn alkaessa olisi riittänyt kattamaan velkojen saatavan määrän rahaksimuuttokustannusten ja paremmalla etuoikeudella suoritettavien saatavien vähentämisen jälkeen. Kiinnitysvakuuden osalta vakuuden arvon määrittäminen esimerkiksi tilanteissa voisi kuitenkin olla haasteellinen.

*"The security right is an integral part of the debtor-creditor relationship between the company and creditor, and as a result a scheme can legitimately alter those security rights in the same way that it can alter other aspects of the debtor-creditor relationship."*²⁹³

On selvää, että mahdollisessa puuttumisessa vakuusvelkojan oikeuksiin tuomioistuimen tulee noudattaa lain edellyttämää harkintaa, mutta oikeudenmukaisuuden näkökulmasta olisi Paynen kannan mukaisesti perusteltua, että vakuudellisten velkojen uudelleenjärjestelymahdollisuus ei pitäisi lähtökohtaisesti poiketa vakuudettoman velan uudelleenjärjestelystä.

Toisin kuin pakottavassa maksukyvyttömyysoikeudellisessa menettelyssä, Scheme-perusteisessa yhtiöoikeudellisessa menettelyssä tulee käsiteltyä ja ratkaistua ristiriita yhtiön samaan luokkaan kuuluvan enemmistö- ja vähemmistöryhmän välillä, sekä velka- että osakeinstrumenttien kohdalla. Velkaan tai osakkeeseen kohdistuvan oikeuden muuttaminen on mahdollista ainoastaan perustellun tuomioistuinmenettelyn kautta. Mahdollisissa ristiriitatilanteissa tuomioistuimen on harkittava, että menettely on objektiivisesti katsoen edullinen kaikkien saman luokan instrumentinhaltijoiden yhteisen edun näkökulmasta.

Keskeinen peruste uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvälle oikeutukselle, että tuomioistuin voi tarvittaessa puuttua myös vakuudellisten velkojen oikeuksiin tai järjestellä velkoihin liittyviä vakuuksia on, että näin voidaan suojata samaan luokkaan kuuluvan merkittävän enemmistön vahvistaman kannan mukaisesti parhaiten, yhtiön edun ohella, koko saman luokan yhteisiä taloudellisia oikeuksia.

Arvioitaessa mahdollisuutta käyttää uudelleenjärjestelymenettelyä vakuuksien uudelleenjärjestelyssä, edellyttää erillistä tarkastelua, jos tehtyyn panttaukseen tai muuhun vakuusjärjestelyyn ei liity mitään päävelkaa esimerkiksi erityislainsäädäntöön perustuen. Kärjistettynä esimerkkinä voidaan pitää tilannetta, missä yritys on saanut kaiken rahoituksensa panttaamalla omaisuuttaan PanttiLL:n mukaiseen panttilainauslaitokseen. Yrityksellä on toki oikeus lunastaa pantattu omaisuus sovittuna määräaikana takaisin, mutta panttilainaamolla ei ole lakiin perustuen mitään saatavaa yrityksestä. Näin ollen ei ole mitään "velkaa" joka voisi tulla uudelleenjärjestelyn kohteeksi. Voidaan lähtökohtaisesti katsoa, että tässä tapauksessa olisi oikeudellisesti mahdotonta järjestellä annettua panttia uudelleen, panttilainaamon oikeus panttiin on niin lähellä suoraa omistusta, kuin oikeudellisesti on mahdollista. Vastaava voimakas suoja on rahoitusvakuuslain mukaisilla saatavilla, jotka voidaan erityislakiin perustuen nettouttaa, myös yrityksen maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä.

²⁹³Jennifer Payne, 2014, s. 182-183.

3. Osakkeita koskevien menettelyjen arviointi

3.1 Julkisesti noteerattujen yhtiöiden tarjousmenettelyihin liittyvät menettelyt

Scheme-menettelyä on käytetty viime vuosina jopa pääasiallisena mekanismina toteutettaessa julkisiin yhtiöihin kohdistuvia ostotarjous- eli takeover-menettelyjä englantilaisessa markkinakäytännössä. Scheme -menettelyä on kuitenkin tarkoituksenmukaista esitellä vielä käytännön esimerkin kautta. Yhdessä Euroopan suurimmista, Scheme -menettelyn kautta toteutetuista, takeover-transaktioista, jossa Royal Dutch Shell plc ("Shell") lunasti yhdistetyn osakevaihto- ja käteistarjouksen kautta koko BG Group plc:n ("BG Group") osakekannan. Transaktio oli valmisteltu yhteistyössä tarjoaja- ja kohdeyrityksen kesken. Kuten todettu, Scheme-menettely edellyttää kohdeyhtiön myötävaikutusta menettelyssä, joten sen kautta ei voida toteuttaa vihamielisiä tarjouksia. Menettelyyn liittyen julkaistiin seuraavat keskeiset asiakirjat:

"Main transaction documents:

- *Circular - 22 Dec 2015*
- *Prospectus - 22 Dec 2015*
- *Scheme document - 22 Dec 2015*
- *Supplementary prospectus - 20 Jan 2016*
- *Second supplementary prospectus - 5 Feb 2016".* ²⁹⁴

Näistä ensimmäinen asiakirja ("Circular") oli Shellin osakkaille suunnattu transaktiota koskeva asiakirja sekä kokouskutsu Shellin yhtiökokoukseen käsittelemään ehdotettua menettelyä Shellin sekä BG Groupin konsernien yhteenliittämiseksi yhtiöiden välisten neuvottelujen perusteella laaditun ehdotuksen mukaisella tavalla.

Toinen asiakirja ("Prospectus") on puolestaan virallinen, Takeover Coden mukaisesti laadittu Shellin tarjousasiakirja BG Groupin osakkaille ehdotetusta yhdistetystä käteis- ja osakevaihtotarjouksesta.

Kolmas asiakirja ("Scheme document") sisältää kutsun ensimmäisen Scheme of Arrangement -menettelyn yhteydessä pidettävään osakkaiden kokouksen käsittelyyn sekä BG Groupin asiaa käsittelevään yhtiökokoukseen, jotka oli synkronoitu samalle päivälle, yhtiökokouksen alkaessa heti asiaan liittyvän tuomioistuinkokouksen käsittelyn jälkeen. Tämä asiakirja oli valmisteltu yhdessä BG Groupin hallituksen

²⁹⁴ RECOMMENDED CASH AND SHARE OFFER FOR BG GROUP PLC BY ROYAL DUTCH SHELL PLC –tietokanta, <<https://www.shell.com/investors/financial-reporting/pre-combination-bg-group-publications/recommended-cash-and-share-offer-for-bg-group-plc-by-royal-dutch-shell-plc.html>>, versio 9.9.2018.

kanssa sisältäen BG Groupin hallituksen puheenjohtajan kirjeen osakkaille, kuvauksen menettelyn eduista ja kutsun yhtiökokoukseen.

Kaksi viimeistä asiakirjaa ("Supplementary prospectus" sekä "Second supplementary prospectus") liittyvät lähinnä päivityksiin yhtiöiden tulosjulkistuksiin liittyen.

Ehdotettu järjestely julkistettiin 22.12.2015. Shellin yhtiökokous käsitteli asian 27. tammikuuta, 2016 ja BG Groupin osakkaat puolestaan käsittelivät ja hyväksyivät asian sekä tuomioistuinkäsittelyn yhteydessä toteutetussa Scheme of Arrangement -menettelyssä, että sen jälkeisessä yhtiökokouksessa, molemmat 28. tammikuuta. Helmikuun 12. päivänä 2016 tuomioistuin vahvisti menettelyn toisessa Scheme of Arrangement -käsittelyssä ja menettely rekisteröitiin yhtiörekisteriin 15. helmikuuta 2016, jolloin menettelystä tuli oikeusvoimainen kaikkiin BG Groupin osakkaisiin nähden. Kokoluokaltaan erittäin mittava, yli 50 miljardin Yhdysvaltain dollarin suuruinen transaktio toteutettiin näin kokonaisuudessaan alle 60 päivässä.

Tämän esimerkin kautta voidaan hahmottaa Scheme-menettelyn tehokkuus julkisissa ostotarjousmenettelyissä. Mikäli Shell olisi toteuttanut menettelyn pelkästään BG Groupin osakkaille suunnatun tarjouksen kautta, myös Englannin lain mukaisesti mahdollisuus lunastaa jäljelle jääneet osakkeet olisi alkanut vasta, kun Shell olisi saavuttanut omistuksessaan lain "squeeze-out" -lunastusmenettelylle edellyttämän 90 prosentin omistuksen tason. On oletettavaa, että menettely olisi tässä tilanteessa ollut huomattavasti hitaammin toteutettavissa ja omistuksen siirtymisen vaikeuttaisuus olisi aiheuttanut merkittävää haittaa yhtiöiden integraatiolle.

On perusteltua olettaa, että mahdollisen yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn merkittävin käyttöalue olisi julkiset tarjousmenettelyt, liittyen sekä säännellyllä markkinalla että monenkeskisen kaupankäynnin järjestelmässä noteerattuja yhtiötä koskeviin menettelyihin. Erityisesti heikommassa taloustilanteessa olevat julkisesti noteeratut yritykset saattavat pitää julkisen yhtiön asemaan liittyviä merkittäviä, lain mukanaan tuomia velvoitteita kirjanpitokäytäntöön, tiedonantovelvoitteisiin sekä corporate governance -sääntelyyn liittyen merkittävinä taloudellisina rasitteina. Listattuna yrityksenä toimiminen voi näin, sen tuomien etujen sijaan, aiheuttaa näille yrityksille merkittäviä ylimääräisiä taloudellisia kustannuksia. Listalta poistumisen voivat käytännössä estää yhtiön 10 prosentin vähemmistöomistajat, sillä pörssin sääntöjen mukaisesti pörssin tulee varmistua sijoittajien asemasta yhtiön hakiessa listauksen lopettamista. Asiasta säädetään myös kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 3 luvun 11 §:ssä, jonka mukaisesti Pörssi ei saa lopettaa kaupankäyntiä rahoitusvälineellä, jos se aiheuttaisi merkittävää haittaa sijoittajille tai rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle. Lain pörssille sijoittajien aseman turvaamisesta asettama velvoite vaikeuttaa näin käytännössä yrityksen mahdollisuutta hakea listauksen lopettamista tilanteissa, joissa merkittävä enemmistö osakkaista tukee, mutta yli kymmenen prosentin vähemmistö vastustaa yhtiön hakemusta. Tämä antaa pienelle vähemmistölle merkittävän mahdollisuuden käyttää myös opportunistisesti hyväkseen tilanteen mukanaan tuomaa hold-out -positiota. Scheme-menettelyn avulla vähemmistöraja olisi kuitenkin lähtökohtaisesti merkittävästi korkeampi ja ostaja saisi varmistuksen koko osakekannan siirtymisestä ostajalle Scheme-vahvistustuomion saamisen jälkeen.

3.2 Menettelyjen suhde ostotarjousten sääntelyyn

Edellä kuvatun mukaisesti julkinen ostotarjous voidaan toteuttaa sekä perinteisen, täysin yhtiön ulkopuolisen, yhtiön osakkaille suunnatun julkisen ostotarjouksen kautta sekä toisaalta Scheme-perusteisen, yhtiön myötävaikutusta sekä liitännäistä tuomioistuinmenettelyä edellyttävän menettelyn kautta. Suomessa EU:n ostotarjousdirektiivin mukainen sääntely on implementoitu arvopaperimarkkinalain 11 luvun säädöksiä julkisista ostotarjouksista ja tarjousvelvollisuudesta.²⁹⁵

Myös mahdollisen uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn mukaisissa prosesseissa tulee noudattaa julkisia ostotarjouksia koskevia arvopaperimarkkinaoikeudellisia säädöksiä, eli tällöin tulevat sovellettavaksi sekä yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat säädökset, että arvopaperimarkkinaoikeudelliset julkista ostotarjousta koskevat säädökset.

Kahden yhtäaikaisesti sovellettavan normiston synkronoimiseksi Ison-Britannian Takeover Panel on julkaissut Takeover Code:ssa menettelyjen yhteensovittamista koskevaa sääntelyä. Keskeisimmin nämä koskevat Scheme-menettelyyn liittyvien tuomioistuinkäsittelyjen aikataulujen yhteensovittamista sekä mahdollisten kilpailevien ostotarjousten käsittelyä. Kilpailevat ostotarjoukset voivat olla joko suoria osakkaille suunnattuja tarjouksia tai perustua myös Scheme-menettelyyn.

Englannissa käytettiin tarjousmenettelyissä aikaisemmin myös niin kutsuttua "cancellation scheme"-menettelyä, jossa ostettavan yhtiön osakkeet mitätöitiin ja kohdeyhtiön kertyneitä varoja vastaan voitiin laskea liikkeelle sen osakkaille suunnattuja uusia, tarjoajayhtiön osakkeita. Tämän ei kuitenkaan ole todettu nykyisten leimaverotusta koskevien säädösten mukaan olevan enää mahdollista.²⁹⁶

Suomen oikeuden kannalta tulisi vastaavalla tavalla päivittää Arvopaperimarkkinayhdistyksen ylläpitämää ostotarjouskoodia. Ostotarjouskoodin antaminen perustuu arvopaperimarkkinalain 11 luvun 28 §:n mukaiseen velvoitteeseen pörssiyhtiöille järjestää toimintaansa koskevaa itsesääntelyä edustuksellisen yhdistyksen toimesta, eli lain mukaan *"pörssiyhtiön on suoraan tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa ja määräysvallan ylläpitämistä koskevista sopimusperusteisista*

²⁹⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/25/EY) julkisista ostotarjouksista (muutettuna Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2010/73 EU (32010L0073) arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun direktiivin 2003/71/EY ja säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY muuttamisesta).

²⁹⁶ Slaughter and May, A Guide to Takeovers in the United Kingdom, January 2018, saatavilla:

<<https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf>>, s. 9, versio 10.9.2018.

rakenteista, tai yrityskauppatilanteissa noudatettavien yhtiöoikeudellisten menettelytapojen ohjaamiseksi”.

Näin ollen arvopaperimarkkinayhdistykselle tulisi luontaisesti tehtäväksi päivittää Ostotarjouskoodia liittyen mahdolliseen uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn. Tällöin olisi luontevaa käyttää Ison-Britannian Takeover Coden Scheme of Arrangement -menettelyihin liittyvää sääntelyä hyvänä referenssinä²⁹⁷. Scheme of Arrangement -menettelyihin liittyvät periaatteet ovat kirjattuna pääasiallisesti Takeover Coden seitsemännessä liitteessä²⁹⁸. Niiden yksityiskohtainen käsitteleminen on jätetty tämän tutkimuksen ulkopuolelle, säädökset liittyvät keskeisimmin erityisesti menettelyjen aikataulujen yhteensovittamiseen, missä Takeover Panel on keskeisessä asemassa.

3.3 Vähemmistösuojan eroista takeover-menettelyissä

Esimerkissä Shellin julkisesta ostotarjouksesta BG Groupin osakkaille kuvattiin menettelyn edellyttämää dokumentaatiota. Keskeisenä asiakirjana on kohdeyhtiön toimesta tai sen kanssa yhdessä valmisteltu transaktiota koskeva esitys kohdeyhtiön osakkaille sekä esitykseen liittyvät kutsut käsittelemään tehtyä ehdotusta toisaalta Scheme-tuomioistuimen menettelyyn liittyvässä osakkaiden kokouksessa sekä kohdeyhtiön yhtiökokouksessa.

Kohdeyhtiön yhtiökokouksen voisi käytännössä katsoa olevan riittävä varmistamaan tuomioistuomelle osakkaiden luokan kannan asiassa, mutta menettelyssä tulee lähtökohtaisesti järjestää kohdeyhtiön osakkaille prosessuaalisesti erillinen Scheme -menettelyyn liittyvä kokous. Tällöin varmistutaan siitä, että tässä kokouksessa noudatetaan Ison-Britannian Companies Act:n Scheme-äänestysmenettelyjä koskevia prosessuaalisia edellytyksiä, muun muassa liittyen kaikkien mahdollisten eri osakkaiden ja velkojen luokkien kuulemiseen.

Keskeinen ero yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä suoraan osakkaille suunnattuun tarjousmenettelyyn nähden on kohdeyhtiön myötävaikutus menettelyssä. Kohdeyhtiölle vihamielisen tarjouksen toteuttamista ei pidetä käytännössä mahdollisena, koska Scheme-menettely edellyttää yhtiön kanssa tehtävää ”kompromissia tai järjestelyä”.

Toinen selkeä ero on, että Scheme menettelyssä yhtiön vähemmistöomistajien suoja on pienempi. Normaalitytilanteissa yhtiön ulkopuolisen tahon Scheme-menettelyyn perustuvan tarjouksen hyväksymiseksi riittää saavutettu 75 prosentin kannatus käsittelyyn liittyvään kokoukseen osallistuneiden osakkaiden osakkeiden määrästä, minkä jälkeen, tuomioistuinkäsittelyn vahvistuksella, tarjous sitoo myös sitä vastaan äänestänyttä vähemmistöä. Tiivistäen, menettelyn edellyttäessä yhtiön myötävaikutusta

²⁹⁷ Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Ostotarjouskoodi, 1.1.2014, <<https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/>>, versio 10.9.2018.

²⁹⁸ Takeover Code, App 7.1. , <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>> , versio 11.9.2018.

(eikä liittyessä yhtiölle vihamielisiin transaktioihin), ja vähemmistön oikeussuojan vahvistuessa Scheme-menettelyiden äänestyksiin liittyvän luokkajaon kautta, voidaan vähemmistösuojan eroja menettelyissä pitää mielestäni perusteltuina. Määräenemmistöedellytyksen suhteen voidaan perustellusti harkita päättämistä Euroopan malliosakeyhtiölain mukaisesti, vielä Englannin oikeuden suojaa astetta alemmalle tasolle, kahden kolmasosan enemmistövaatimukseen Englannin oikeuden 75 prosentin vaatimuksen sijaan.

3.4 Sulautumis- ja jakautumismenettelyjen toteutus; nykyisen käytännön jatkuminen?

Suomessa, toisin kuin Englannissa, osakeyhtiölaki säätelee sekä sulautumisia että jakautumisia erillisinä yhtiöoikeudellisina menettelyinä. Näiden perusteella on muodostunut pitkäaikainen käytäntö, jonka myötä on mahdollista yhtiökokousten päätösten kautta toteuttaa yhtiöiden liittymisiä toisiinsa tai erilaisia jakautumismenettelyjä. Menettelyihin on kuitenkin liittynyt erityinen suojajärjestelmä ehdotusta vastustaneille osakkeenomistajille, joilla on oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista menettelyissä OYL 16 luvun 13 §:n tai 17 luvun 13 §:n mukaisella tavalla.

Veikko Vahtera on perusteellisen argumentaation kautta arvioinut sulautumisten osalta nykyiseen lakiimme liittyvän erityisen exit-oikeuden ratiota. Vahteran mukaan sulautuminen ei aiheuta sitä vastustaneille osakkeenomistajille erityistä oikeussuojan tarvetta, koska sulautumispäätöstä voidaan pitää normaalina yhtiökokouksen liiketoimintapäätöksenä. Sulautumispäätöstä koskevat edelleen lain yhtiökokouksen päätöksenteolle asettamat yleiset edellytykset toteuttaa yhtiön tarkoitusta sekä noudattaa yhdenvertaisuutta.²⁹⁹ Vahtera toteaa myös perustellusti, että osakeyhtiöiden sulautuessa kysymys on osakkeenomistajan kannalta usein samankaltaisesta liiketaloudellisesta riskistä kuin yhtiön tehdessä merkittävän yrityskaupan. Yhtiökokous voi määräenemmistöpäätöksellä muuttaa yhtiön toimialamääräystä, myydä yhtiön koko liiketoiminta-alan sekä ostaa tilalle täysin uuden liiketoiminta-alan ja käyttää ainakin osin maksuvälineenä suunnattua osakeantia.³⁰⁰ Tällöin osakkeenomistajan preferenssien mukainen toimiala muuttuu toiseksi ilman, että osakkeenomistaja voi turvautua muuhun kuin normaaliin exit -oikeuteen eli osakkeen myyntiin. Yhtiön omistusrakenne voi muuttua olennaisesti myös suunnatun osakeannin seurauksena siten, että osakkaan vaikutusmahdollisuudet heikkenevät vastaavasti kuin sulautumismenettelyssä.

Vahtera päätyykin johtopäätöksensä ehdottamaan de lege ferenda, että sulautumista vastustavan osakkeenomistajan erityinen exit -oikeus, eli oikeus saada lunastus osakkeistaan sulautumismenettelyn yhteydessä, voitaisiin poistaa. Vahteran kanta yhtiölainsäädäntöme kehittämistä on mielestäni perusteltu ja sitä voitaisiin hyvin arvioida lainsäädännön valmistelijoiden toimesta. Lunastusoikeuden tarpeellisuutta voitaisiin hyvin arvioida sekä sulautumis- että jakautumismenettelyjen osalta, esimerkiksi samalla kun harkitaan yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä osaksi osakeyhtiölakia.

²⁹⁹ Veikko Vahtera, *Osakeomistuksen riski ja sääntely*, Lakimiesliiton kustannus, 2011, s. 330-337.

³⁰⁰ Idem, s. 334.

Lunastusmenettely ei liity suoraan uudelleenjärjestelymenettelyyn, joten lunastusmenettelyyn liittyvien kysymysten laajempi selvitys jää tutkimukseni ulkopuolelle. Uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen on lainsäädännön sisäisen synkronoinnin kannalta keskeisintä määritellä, että osakeyhtiölakiin nykyisessä muodossaan sisältyvät menettelyt ovat prosessuaalisesti ensisijaisia uuteen uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden. Näin voidaan varmistaa teknisesti, että lain mahdollistamat eri menettelyt toimivat hyvin toisiinsa nähden. EMCA:n mallin mukaisesti lakiin jo sisältyvät määräykset sulautumisesta ja jakautumisesta ovat ensisijaisia uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden.

3.5 Osakeluokan oikeuksien muuttaminen uudelleenjärjestelyn kautta

Englannin oikeudessa voidaan myös osakeluokkien oikeuksia muuttaa Scheme-menettelyssä, mutta nykyisessä yhtiölainsäädännössä on säädettyä myös yksinkertaisempi menettely, jonka mukaisesti osakeluokkien oikeuksia voidaan lähtökohtaisesti muuttaa yhtiöjärjestyksen muutoksen kautta. Tämä edellyttää, että 75 prosenttia kunkin lajin osakkeista kannattaa päätöstä asiaa käsittelevässä kokouksessa.³⁰¹

Suomen lain mukaan erilajisten osakkeiden oikeuksien muuttaminen on OYL 5 luvun 28 §:n mukaisesti vastaavasti mahdollista toteuttaa yhtiöjärjestystä muuttaen. Päätös yhtiöjärjestyksen muuttamisesta siten, että osakelajeja yhdistetään tai koko osakelajin oikeudet muuten vähenevät on tehtävä OYL 5:27 §:n mukaisella määräenemmistöllä. Pätevän päätöksen edellytyksenä on lisäksi se, että päätöstä kannattaa määräenemmistö kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista sekä se, että saadaan kaikkien sellaisten osakelajien osakkeiden enemmistön suostumus (kaikista osakkeista), joiden oikeudet vähenevät. Näin ollen olisi todennäköistä, ettei meilläkään olisi tarvetta (tai mahdollisuutta) käyttää uudelleenjärjestelymenettelyä erilajisten osakkeiden oikeuksien muuttamiseen. Mahdollisuuden osalta viittaen uudelleenjärjestelyn luokkajakoon liittyvään periaatteeseen, jonka mukaisesti ne osakkaat, joiden oikeudet vähenevät muodostavat äänestyksessä erillisen luokan, jolloin määräenemmistövaatimus koskee myös tätä luokkaa. Vaadittava määräenemmistö luokassa saattaa kuitenkin joissain tilanteissa olla helpommin saavutettavissa, kuin normaali enemmistö kaikista osakelajin osakkeista.

³⁰¹ Companies Act (2006) Section 21.

3.6 Liittymä yrityssaneerausmenettelyyn; velkakonversio

Mahdollisen samanaikaisen prosessuaalisen yrityssaneerausmenettelyn osalta on menettelyjen keskinäisen toimivuuden kannalta tarkoituksenmukaista säätää yrityssaneerausmenettelyn ensisijaisuudesta yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden. Yrityssaneerausmenettelyihin liittyen on kuitenkin mahdollista, että menettelyissä syntyy tarve yhdistää yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely yrityssaneerausmenettelyyn. Tällöin on edellä esitetyn mukaisesti mahdollista yhtiöoikeudellisin perustein arvioida yhtiön osakkeenomistajien kannalta saneerausohjelmassa ehdotettua menettelyä, esimerkiksi yhtiön liiketoiminnan ja varallisuuden siirtämistä velkojien (tai näiden osan) omistamalle yhtiölle sekä tämän menettelyn oikeutusta. Tällöin yhdistyisi pakottavan maksukyvyttömysoikeuden ja yhtiöoikeuden säädösten yhteensovittaminen tarkoituksenmukaisella tavalla.³⁰²

3.7 Optio-oikeuksien ja muiden osakkeisiin oikeuttavien erityisten oikeuksien uudelleenjärjestely

Erilaiset uudelleenjärjestelymenettelyt voivat liittyä myös optioihin tai muihin yhtiön sitoumuksiin yhtiön osakkeisiin liittyen. Englantilaisessa oikeuskäytännössä on selvää, että yhtiön osakkeisiin oikeuttavien optioiden tai muiden oikeuksien haltijoita ei pidetä yhtiön osakkaina Scheme-menettelyssä.³⁰³

Sen sijaan optionhaltijoita (tai muiden osakkeisiin oikeuttavien sitoumusten haltijoita) on Englannin oikeuskäytännössä pidetty menettelyssä yhtiön velkojina. Velkoja-käsite ymmärretään näin oikeudellisesti laaja-alaisesti, sisältäen henkilöt, joilla on rahanarvoinen saatava yhtiöltä, joka maksettavaksi tullessaan muodostaa veloitteen yhtiölle.³⁰⁴

Ajattelu perustuu siihen, että optioita annettaessa yhtiölle syntyy velvoite yhtiön osakkeiden antamiseen niihin liittyvien ehtojen mukaisesti. Mikäli yhtiö ei toimisi niiden edellyttämällä tavalla, syntyisi yhtiölle korvausvelvoite sitoumuksen vastaisesta toiminnasta. Takeover-menettelyjen osalta tässä on edelleen otettava huomioon Takeover Coden edellytykset, jotka velvoittavat tarjouksen tekemiseen myös yhtiön optioiden tai muiden osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoille. Vaikka tarjous tehdään takeover-säännösten perusteella suoraan myös optioiden ja muiden osakkeisiin oikeuttavien sitoumusten haltijoille, Scheme-menettelyssä nämä katsotaan edellisen mukaisesti äänestyksissä velkoja-luokkaan kuuluviksi.³⁰⁵

Suomen oikeuden osalta voisi perustella myös toista näkemystä ja katsoa OYL:n 10 luvun mukaiset optio- ja muiden osakkeisiin kohdistuvien oikeuksien haltijat uudelleenjärjestelymenettelyssä

³⁰² Jaksossa VIII.1. kuvataan yrityssaneerauksen ja yhtiöoikeudellisen menettelyn yhdistämistä.

³⁰³ Re Compania de Electricidad de la Provincia de Buenos Aires Ltd [1980] 1 Ch 146, s. 183.

³⁰⁴ Re Lehman Brothers International (Europe) (in Administration) [2009] EWCA Civ 1161; [2010] 1 BCLC, s. 496.

³⁰⁵ Jennifer Payne, 2014, s. 119-120.

osakkeenomistajien (erilliseen) luokkaan kuuluviksi. Lain mukaisesti päätös oikeuksien antamisesta on rekisteröitävä, mutta päätöksessä voidaan myös valtuuttaa yhtiön hallitus kokonaan tai osin päättämään oikeuksien antamisesta. Joka tapauksessa optio- ja muiden osakkeisiin liittyvien oikeuksien haltijoiden oikeudet poikkeavat aina yhtiön varsinaisten osakkeenomistajien oikeuksista, joten äänestystä varten on optioiden tai muiden osakkeisiin kohdistuvien oikeuksien haltijoita käsiteltävä omana luokkana. Tällöin ei ole käytännössä merkityksellistä kumpaan ”pääluokkaan”, yhtiön velkoihin vai osakkeenomistajiin, nämä luokiteltaisiin, molemmissa tapahtuu äänestys omana luokkana. Tarvittaessa oikeuksien haltijat on jaettava vielä eri luokkiin, mikäli yhtiöllä on useampia eri optioita (tai muita osakkeisiin kohdistuvia oikeuksia).

4. Rahoitusvakuuslaissa sekä siihen liittyvässä EU asetuksessa ja direktiiveissä määriteltyjen saatavien nettoutukseen liittyvät erityiskysymykset

4.1 Rahoitusvakuuslain mukaisen saatavien nettoutuksen ensisijaisuuden perusteet

Rahoitusvakuuslaki (2004/11) säättää erityisesti saatavien nettoutuksesta. Sen mukaisesti laissa määritetyt osapuolet voivat sopia, että velan eräännyttyä kaikki osapuolten vastakkaiset velvoitteet välittömästi nettoutetaan tai että ne voidaan nettouttaa. Nettoutukseen voidaan ottaa vain tässä laissa tarkoitettuja vakuusvelkoja ja vastaavan omaisuuden palautusvelvoitteita.

Rahoitusvakuuslain (ja siihen liittyvien EU-asetuksen ja direktiivien) mukaisen nettoutuksen lainsäädännöllisenä tarkoituksena on mahdollistaa rahoitus- ja johdannaismarkkinoiden mahdollisimman häiriötön toiminta kaikissa oloissa ja turvata lain kautta, että rahoituslaitokset voivat käsitellä kirjanpidossaan rahoitusvakuuslain mukaisia instrumentteja nettomääräisinä vastuina. Rahoitusvakuuslaki turvaa, että ennen maksukyvttömyysmenettelyn alkamista syntyneet velvoitteet saadaan nettouttaa maksukyvttömyysmenettelyn estämättä. Edelleen rahoitusvakuuslain mukaisella pantinsaajalla on oikeus maksun saamista varten myydä pantiksi annetut arvopaperit tai lainasaamiset taikka nostaa tai kuitata pantiksi annettu tiliraha, kun velka on erääntynyt. Jollei osapuolten kesken ole muuta sovittu, pantinsaajalla on myös oikeus myydä arvopaperit tai lainasaamiset viipymättä, ilman pantinantajalle tai muulle oikeudenhaltijalle ennakolta tehtävää ilmoitusta.

Komission Direktiiviehdotuksen käsittelyyn liittyen Euroopan keskuspankki puuttui lausunnossaan perustellusti siihen, että Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivissä tulee huomioida normihierarkisesti, että direktiivin säädökset ovat kaikissa tilanteissa toissijaisia EU:n nettoutukseen liittyen antaman asetuksen ja direktiivien suhteen.³⁰⁶

³⁰⁶ European Central Bank, 7.6.2017, Opinion of the European Central Bank on a proposal for a directive of the European Parliament and the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU.

EKP:n mukaisesti Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivin 31 artikla tulisi tämän mukaisesti olla sisällöltään seuraava:

"The provisions of the following acts shall prevail over this Directive :

(a) Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council on settlement finality in payment and securities settlement systems⁸⁰;

(b) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements⁸¹; and

(c) Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories."³⁰⁷

EKP:n kannanotto on johtanut tarkennukseen lopullisessa direktiivissä.³⁰⁸ Lopullisen direktiivin perusteluosan kohdassa 94 korostetaan edelleen, että jäsenmaiden olisi voitava jättää nettoutusjärjestelyt, myös sulkeutuva nettoutus, yksittäisten täytäntöönpanotoimien keskeyttämisen vaikutuspiiriin ulkopuolelle silloinkin, kun ne eivät kuulu EU:n nettoutusta koskevien direktiivien tai asetuksen soveltamisalaan, eli niin kutsuttuja OTC-johdannaisia koskien. Rahoitusvälineillä ja johdannaisinstrumenteilla tapahtuvan kaupankäynnin ja siihen liittyvän nettoutuksen turvaamisella on keskeinen vaikutus koko rahoitusmarkkinoiden toiminnalle. Kansainvälinen johdannaismarkkinajärjestö ISDA on arvioinut, että niin kutsuttu "close-out" -nettoutusmahdollisuus on vähentänyt kansainvälisten rahoituslaitosten pääomamääräysten mukaisesti rahoitus- ja johdannaisinstrumenteille laskettavaa luottovasta-arvoa yli 85 prosenttia. Mikäli nettoutusmekanismia ei olisi käytössä, kansainvälisten rahoituslaitosten lisäpääomatarve olisi ISDA:n arvion mukaisesti yli 500 miljardia Yhdysvaltain dollaria.³⁰⁹ Merkittävä kustannusvaikutus nettoutusmekanismin puuttumisesta siirtyisi ymmärrettävästi erilaisia rahoitusmarkkinoiden riskeiltä suojaavia tuotteita ostavien yritysten maksettavaksi, mikä heikentäisi merkittävästi yritysten rahoituksellista toimintaympäristöä.

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn osalta on vielä syytä huomata, että sen kohdalla ei ole kysymys lähtökohtaisesti maksukyvyttömyysmenettelystä. Teoreettisesti on mahdollista ajatella, että yritykselle tulisi tarve järjestellä myös rahoitusvakuuslain mukaisiin johdannais- tai muihin rahoitusvakuuslain piiriin kuuluviin sopimuksiin perustuvia velvoitteitaan. Edellisen mukaisesti, kun vastapuolina toimivilla rahoituslaitoksilla on rahoitusvakuuslain mukaisesti erityislakiin perustuva suoja saataviensa nettouttamiselle, on vaikea mieltää mitään tilannetta, jolloin näiden sopimusten uudelleenjärjestely tulisi kysymykseen.

³⁰⁷ Idem.

³⁰⁸ Uudelleenjärjestelydirektiivi 31 artikla.

³⁰⁹ ISDA, The Importance of Close-out Netting, February, 2010.

OSA VII UUELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN PROSESSUAALINEN MALLI

1. Englannin oikeuden prosessuaalinen Scheme-menettely

Edellä on kuvattu Scheme-prosessiin liittyviä kolmea vaihetta: (i) hakemuksen ensimmäinen käsittely tuomioistuimessa, (ii) tarvittavien kokousten järjestäminen sekä (iii) hakemuksen toinen, vahvistava käsittely tuomioistuimessa. Menettely alkaa tuomioistuimelle jätettävällä hakemuksella, mutta hakemuksen valmistelu tätä ennen tulee tehdä hakijan toimesta perusteellisesti, mahdollistaen tuomioistuimen käsittelemään hakemuksen sen ensimmäisessä käsittelyssä sekä päättämään hakemukseen liittyen tarvittavien kokousten koollekutsumisesta. Mikäli hakemus ei täytä lain mukaisia edellytyksiä tuomioistuin voi hylätä hakemuksen tai lykätä sen käsittelyä.

Englannissa yhtiöoikeudellisten riitojen ratkaisuun erikoistunut Chancery Court on julkaissut ”Chancery Guide” -ohjekirjan prosessuaalisesta menettelystä tuomioistuimessa. Chancery Guide:n osat 20.15–17 käsittelevät menettelyjä Scheme of Arrangement -prosesseissa. Ohjeissa korostetaan, että menettely voidaan käynnistää riippumatta siitä, onko yhtiö konkurssimenettelyssä (tai muussa maksukyvyttömyysoikeudellisessa menettelyssä).

Ohje 20.15 käsittelee yleisesti Scheme-menettelyjä, korostaen, että lain edellyttämien velkojien ja/tai osakkaiden kokousten jälkeen tulee menettely vielä erikseen vahvistettavaksi tuomioistuimessa. Ohjeessa myös korostetaan, että mikäli yhtiö on maksukyvytön, Scheme-menettelyn tavoitteet voidaan toteuttaa yksinkertaisemmassa company voluntary arrangement (”CVA”) -maksukyvyttömyysmenettelyssä.

Ohje 20.16 määrittelee, miten tuomioistuimelta haetaan määräystä Scheme-menettelyn edellyttämien velkojen ja / tai osakkaiden kokousten koollekutsumiseksi. Ohje 20.17 ohjeistaa vastaavasti menettelystä liittyen Scheme-prosessin toiseen tuomioistuinkäsittelyyn, jossa haetaan vahvistus Scheme-menettelyn toteuttamiselle.³¹⁰

Menettelyissä noudatetaan edelleen Chancery Court:n aikaisemmin antamaa Practise Statement -ohjeistusta liittyen Scheme of Arrangement -menettelyihin.³¹¹

Practise Statementin ensimmäinen kohta on koko menettelyn oikeusturvan takaavan luokkajaon perusta. Ohje muistuttaa hakijan velvollisuudesta määrittää luokkajaosta jo etukäteen hakemusta tehdessään. Ohje huomauttaa edelleen, että erillisiin kokouksiin jakautuminen tulee toteutua siten, että samassa

³¹⁰ HM Courts&Tribunals Service, Chancery Guide, October 2013.

³¹¹ Chancery Division, Practice Statement (Companies: Schemes of Arrangement), [2002] 1 W.L.R. 1345.

kokouksessa ovat edustettuna sellaiset velkojat (tai osakkaat, kirjoittajan huomio) joiden oikeudet yhtiöön nähden eivät ole niin eroavat, että heidän olisi mahdotonta neuvotella keskenään yhteisestä edustaan:

"It is the responsibility of the applicant to determine whether more than one meeting of creditors is required by a scheme and if so to ensure that those meetings are properly constituted by a class of creditor so that each meeting consists of creditors whose rights against the company are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest."

Practise Statementin toinen kohta liittyy hakemuksen jättämismenettelyyn. Siinä todetaan, että hakemukset voidaan esitellä joko tuomioistuimen kirjaajalle tai tuomarille, merkittävien hakemusten osalta kuitenkin suoraan tuomarille. Ohjeen mukaisesti sama tuomari, jolle hakemus on esitelty, käsittelee hakemusta koko sen menettelyn ajan, mikäli tämä on mahdollista:

"The present practice whereby the applicant may bring an application before either the judge or the registrar will continue but applications in respect of substantial schemes will be listed before a judge. In appropriate cases applications brought before the registrar should be adjourned to a judge. Where possible the judge before whom the application is first brought on should retain carriage of the scheme throughout."

Edelleen ohjeessa korostetaan hakijan velvollisuutta selvittää tuomioistuimelle viipymättä kaikki mahdolliset seikat, joita hakijalle on esitetty ja joilla voi olla vaikutusta kutsuttavien kokousten luokkajakoon tai jotka muutoin vaikuttavat kokouksiin ("velkojien asiat"). Tätä tarkoitusta varten hakijan on ryhdyttävä kaikkiin kohtuullisesti käytettävissä oleviin toimenpiteisiin ilmoittaakseen menettelyn kohteena oleville henkilöille esitetyn Scheme-menettelyn sisällöstä ja menettelyä varten tarvittavista kokouksista ja niiden määräytymisestä, ellei hakijalla ole erityistä syytä olla näin tekemättä:

"It is the responsibility of the applicant by evidence in support of the application or otherwise to draw to the attention of the court as soon as possible any issues which may arise as to the constitution of meetings of creditors or which otherwise affect the conduct of those meetings ("creditor issues"). For this purpose unless there are good reasons for not doing so the applicant should take all steps reasonably open to it to notify any person affected by the scheme that it is being promoted, the purpose which the scheme is designed to achieve, the meetings of creditors which the applicant considers will be required and their composition."

Practise Statement korostaa edelleen tuomioistuimen harkintavaltaa päätettäessä kutsuuko tuomioistuimien yhtiön velkojat (tai osakkaat, kirjoittajan huomio) tarvittaviin kokouksiin sekä tarvitaanko käsittelyä varten yksi tai useampia kokouksia:

"In considering whether or not to order meetings of creditors ("a meetings order") the court will consider whether more than one meeting of creditors is required and if so what is the appropriate composition of those meetings."

Velkojen huomautuksiin liittyen tuomioistuin voi myös Practise Statementin ohjeen mukaisesti harkita niitä koskeviin päätöksiin liittyvien ohjeiden antamista sekä tarvittaessa ohjeita kokousten lykkäämisestä kysymysten käsittelemiseksi:

“Where a creditor issue has been drawn to the attention of the court it will also consider whether to give directions for the resolution of that issue including if necessary directions for the postponement of meetings of creditors until that resolution has been achieved.”

Yhteenvetona menettelyohjeessa korostetaan hakijan velvollisuutta vastata lähtökohtaisesti, että kaikki äänestyksiä varten tarvittavat ryhmät on muodostettu. Tuomioistuin kuitenkin arvioi vahvistaessaan kokousten koollekutsumisen, että luokkajako kokouksia varten on asianmukainen ja voi tarvittaessa sitä muuttaa.

2. Suomalaisen tuomioistuinmenettelyn mallintaminen

Mahdolliseen uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvä suomalainen tuomioistuinmenettely voisi toteutua kolmen vaihtoehdon mukaisesti: (i) kaikissa yhtiön kotipaikan perusteella määräytyvissä alioikeuksissa, (ii) samoissa alueellisesti määräytyvissä tuomioistuimissa, joihin YrSanL:n perusteella on keskitetty yhtiötä koskevien saneerausmenettelyjen käsittely tai (iii) yhdessä erikoistuneessa yhtiöoikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelykysymyksiä käsittelevässä tuomioistuimessa. Näistä kolmesta vaihtoehdosta kaksi jälkimmäistä tuntuisivat käytännössä toimivimmilta. Menettelyt kohdistuisivat todennäköisesti, Englannin oikeuskäytännön esimerkin mukaisesti, harvalukuisiin, mutta yleensä kokoluokaltaan suuriin yrityksiin. Menettelyjen erityisluonteisuus korostaa tarvetta asioita käsittelevien tuomareiden erikoistuneelle osaamiselle ja prosessien oletettava pienehkö lukumäärä puoltaisi asioiden käsittelyn keskittämistä yhdelle tai rajatulle määrälle tuomioistuimia.

YrSanL:n 67 §:n mukaisesti saneerausmenettelyä koskevia asioita käsitellään nykyisin Ahvenanmaan, Helsingin, Länsi-Uudenmaan, Oulun, Pirkanmaan, Pohjanmaan, Pohjois-Savon, Päijät-Hämeen ja Varsinais-Suomen käräjäoikeuksissa, eli yhteensä yhdeksässä alioikeudessa. Menettelyä on jonkin verran keskitetty viimeisimmässä uudistuksessa, ennen vuotta 2017 saneerausmenettelyä käsitteleviä alioikeuksia oli 14.

Englantilaiseen oikeuskäytäntöön peilaten olisi siis odotettavissa, että uudelleenjärjestelymenettelyjä olisi myös suomalaisissa tuomioistuimissa lukumääräisesti vähän, ne kuitenkin koskisivat todennäköisimmin kokoluokaltaan suurempia yrityksiä, jolloin myös menettelyiden haasteellisuus korostuisi. Menettelyihin liittyy usein myös käytännön syihin perustuvia tarpeita saada asiat käsiteltyä nopeutetusti.

Suomen Keskuskaupakamarin, Suomen yhtiöoikeusyhdistyksen sekä Insolvenssioikeudellisen yhdistyksen yhteisessä seminaarissa syksyllä 2016 käsiteltiin tiettävästi ensimmäisen kerran Suomessa

laajemmin Scheme-menettelyitä, sekä mahdollisuutta harkita menettelyä osaksi Suomen oikeutta. Seminaarissa Englannin High Court tuomari Sir Richard Snowden korosti pitkän Scheme-menettelyihin liittyvän tuomioistuinkokemuksensa perusteella Englannin tuomioistuinikäytäntöä käsittelevässä esitelmässään erityisesti nopean ja asiantuntevan käsittelyn merkitystä. Nopean käsittelyn tarve voi liittyä esimerkiksi lähestyvään yhtiön rahoitusjärjestelyn eräpäivään tai ennenaikaisen eräännyttämisperusteen syntymiseen yhtiön velkajärjestelyssä, mikä voisi ilman asian omaiseen velkaan tehtävää uudelleenjärjestelyä aikaansaada yhtiön maksukyvyttömyysmenettelyn.

Edellä kuvattiin mahdollisuutta yhdistää yrityssaneerausmenettelyn yhteyteen yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely käsittelemään yhtiöoikeuden kannalta menettelyssä ehdotettuja yhtiön varallisuuden ja liiketoiminnan siirtoja. Tuomiopaikan yhtenevyydelle yrityssaneerausmenettelyjen kanssa on näin nähtävissä myös menettelyihin liittyviä perusteita.

Mahdollisesta prosessuaalisesta liitännäisyydestä huolimatta, olen sillä kannalla, että Suomeen riittäisi yksi erikoistunut yhtiöoikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelyjä korkealla ammattitaidolla käsittelevä tuomioistuin. Alueelliset yrityssaneerausmenettelyitä käsittelevät tuomioistuimet voisivat tarvittaessa koordinoita saneerausmenettelyyn poikkeuksellisesti liittyvän yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käsittelyn toteutettavaksi tähän erikoistuneessa tuomioistuimessa.

Oikeusministeriön osakeyhtiölain kehittämistä koskevasta arviomuistiosta saaduissa lausunnoissa esitettiin joitain epäilyjä suomalaisten tuomioistuinten kyvystä käsitellä yritysten liiketoimintaan liittyviä kysymyksiä.³¹² Lausunnoissa pohdittiin, onko Suomen tuomioistuinlaitoksella osaamista ja resursseja valvoa tällaisia järjestelyjä tai onko olemassa muuta tahoa, joka voisi valvoa menettelyjä (*KKK, Yhtiöoikeusyhdistys, Sillanpää*). Menettelyn toimivuuden arvioitiin edellyttävän myös merkittäviä muutoksia oikeudenkäyntimenettelyä koskeviin säännöksiin, sekä osapuolten luottamusta menettelyssä käytössä olevaan asiantuntijuuteen (*Sillanpää*).³¹³

Tämän perustellun argumentaation suhteen on huomioitava, että jo yrityssaneerausmenettelyyn liittyy merkittävää harkintaa, erityisesti yritysten elinkelpoisuuden arviointiin liittyen. Uudelleenjärjestelymenettelyssä tuomioistuin myös aina toimii lain edellyttämän, hakijan tekemän esityksen pohjalta, ja laissa on asetettu selkeät edellytykset kvalifioidun määräenemmistön kannatuksen saamiselle kaikissa niissä ryhmissä, joita esitys koskee. Käsitykseni suomalaisten tuomioistuiemien yleisestä ammattitaidosta on korkea. Uudelleenjärjestelymenettely olisi kuitenkin varsin merkittävä muutos suomalaiseen tai pohjoismaiseen järjestelmään. Erityisesti menettelyyn liittyvä malli tuomioistuinmenettelylle on tärkeää arvioida myös sen toiminallisuuden kannalta huolellisesti, jolloin esimerkiksi tuomarien kouluttaminen uuteen järjestelmään on tärkeää uuteen menettelyyn siirryttäessä. Myös Uudelleenjärjestelydirektiivin perusteluissa korostetaan tarvetta tuomioistuiemien riittävään kouluttamiseen menettelyihin.

³¹² Oikeusministeriö, Mietintöjä ja lausuntoja 48/2016, Osakeyhtiölain muutostarve Lausuntotiivistelmä.

³¹³ Idem, s. 36.

3. Keskitetyn tuomioistuinmallin hyödyistä; Englannin Financial List –järjestelmä

Käsittelin edellä mahdollisuutta keskittää ehdotettuun uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvien asioiden käsittely yhteen erityiseen tuomioistuimeen, joka luonnollisesti voisi toimia jonkin nykyisen alioikeuden tai esimerkiksi markkinaoikeuden yhteydessä. Vähintään olisi tarkoituksenmukaista rajata uudelleenjärjestelymenettelyt YrSanL:n mukaisiin, yrityssaneerausmenettelyjä käsitteleviin alioikeuksiin.

Mahdollinen vertailumalli löytyy myös Englannin oikeuden niin kutsutusta Financial List -järjestelmästä. Englannin tuomioistuinmies sisäisen työnjaon kautta luotiin vuoden 2015 loppupuolella niin kutsuttu Financial List -järjestelmä, jonka tarkoituksena oli taata, että tapauksiin, joiden ratkaisu vaatii rahoitusmarkkinoiden tuntemusta, löytyy asiantunteva ja kokemusta omaava tuomari. Tätä perusteltiin seuraavasti:

*"The objective of the Financial List is to ensure that cases which would benefit from being heard by judges with particular expertise in the financial markets or which raise issues of general importance to the financial markets are dealt with by judges with suitable expertise and experience."*³¹⁴

Lista perustettiin muutoksella siviiliprosessimenettelystä annettuihin sääntöihin.³¹⁵ Uudistettujen sääntöjen kohdan 63.A. mukaisesti Financial List -järjestelmän erikoistuneet, erikseen nimetyt tuomarit käsittelevät niin kutsutut Financial List -kanteet, jotka täyttävät jonkun seuraavista kriteereistä: (i) intressi ylittää 50 miljoonaa puntaa; (ii) tarvitsevat erityistä rahoitusmarkkinoiden osaamista tai (iii) joihin liittyy yleisesti tärkeitä kysymyksiä rahoitusmarkkinoiden kannalta.

Rahoitusmarkkina on näissä tuomarilistaa koskevissa säännöissä määritelty seuraavasti:

*"Financial markets' for these purposes include the fixed income markets (covering repos, bonds, credit derivatives, debt securities and commercial paper generally), the equity markets, the derivatives markets, the loan markets, the foreign currency markets, and the commodities markets."*³¹⁶

Scheme-menettelyt voivat usein tulla käsiteltäväksi Financial List -tuomarin toimesta jollain edellä kuvatuista perusteista, mutta mikäli nämä edellytykset eivät täyty, tulevat menettelyt

³¹⁴ Guide to the Financial List, 1.10.2015, saatavilla: <<https://www.gov.uk/government/publications/financial-list-guide>>, versio 19.4.2019.

³¹⁵ 2015 No. 1569 (L. 20).

SENIOR COURTS OF ENGLAND AND WALES COUNTY COURT, ENGLAND AND WALES

The Civil Procedure (Amendment No. 4) Rules 2015, 22.7.2015, <www.judiciary.uk/you-and-the-judiciary/going-to-court/high-court/courts-of-the-chancery-division/financial-list/history/>.

³¹⁶ Idem, s. 4.

siviiliprosessisääntöjen mukaan käsitellyksi tuomioistuimien sisäisen kanavoinnin kautta erityistuomioistuimissa, mahdollisimman soveliaan tuomarin toimesta. Englannin siviiliprosessisääntöjen lähtökohtana on, että tuomioistuihin tulevat asiat kanavoidaan tuomioistuimien sisäisen menettelyn kautta siten, että hakijoiden oikeusturva tulee mahdollisimman hyvin turvatuksi. Suomessa vastaavaa tarvetta omalle Financial List -järjestelmälle ei ole nähtävissä, mutta mahdollisten uudelleenjärjestelymenettelyjen riittävälle keskittämislle kylläkin. Keskittäminen palvelisi samaa tarkoitusta.

4. Markkinaoikeuden prosessuaalinen mekanismi mallina muutoksenhakumenettelylle ja tuomioiden täytäntöönpantavuudelle

Englannin tuomioistuimen vahvistama Scheme-menettelyn tuomio tulee Companies Act:n perusteella oikeusvoimaiseksi kaikkia niitä yhtiön osakkaita tai velkojia kohtaan, joita menettely koskee, samoin yhtiötä ja yhtiön konkurssipesän selvitysmiestä ja yhtiön edunsaajia kohtaan, kun vahvistustuomio on rekisteröity yhtiörekisteriin. Asiasta on nimenomainen (Section 899) säädös Companies Act:ssä, jonka mukaisesti:

“A compromise or arrangement sanctioned by the court is binding on (a) all creditors or the class of creditors or on the members or class of members (as the case may be), and

(b) the company or, in the case of a company in the course of being wound up, the liquidator and contributories of the company.

The court's order has no effect until a copy of it has been delivered to the registrar.”

Prosessuaalisesti menettelyjen osalta on tärkeää, että annettu vahvistustuomio on täytäntöönpanokelpoinen huolimatta mahdollisesta tuomioon kohdistuvaa valituksesta ylempään oikeusasteeseen.

Suomessa YrSanL 57 §:n mukaisesti, kun saneerausohjelma on vahvistettu, saneerausvelkojen ja muiden ohjelmassa säänneltyjen oikeussuhteiden ehdot määräytyvät ohjelman mukaisesti. Tuntemattomat saneerausvelat lakkaavat, kun ohjelma vahvistetaan, mikäli ohjelmasta taikka 47 §:n 2–4 momentista ei johdu muuta. Samoin velallisen omaisuuteen kohdistuva, saneerausvelkaan perustuva ulosmittaus raukeaa, kun saneerausohjelma on lainvoimaisesti vahvistettu. Sama koskee muuta saneerausvelkaan perustuvaa täytäntöönpanoa.

Saneerausohjelman vahvistaminen ei estä saneerausvelan perustetta tai määrää taikka saneerausvelkaan liittyvän vakuusoikeuden pätevyyttä tai sisältöä koskevan väitteen tutkimista, jos velka tai oikeus on saneerausmenettelyssä riitautettu ja asia on 75 §:n nojalla osoitettu ratkaistavaksi erillisessä menettelyssä. YrSanL:n 77 §:n mukaisesti saneerausohjelmaa on kuitenkin noudatettava muutoksenhausta huolimatta, jollei tuomioistuin, jossa asia on muutoksenhaun vuoksi vireillä, toisin

määrää. Yrityssaneerauslaki siis hyväksyy saneerausohjelman täytäntöönpanon huolimatta siitä, että oikeudenkäynti ohjelman perusteista jatkuisi valitustuomioistuimissa.

Ohjelman täytäntöönpantavuus siihen mahdollisesti liittyvistä valituksista huolimatta on erityisen ymmärrettävää pakottavan maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä, turvaahan se yhtiön jäljellä olevan toiminnan jatkuvuutta. Vastaava tuomion täytäntöönpantavuuden primäärisyys on nähty tärkeänä myös pakottavan maksukyvyttömyysmenettelyn ulkopuolella, esimerkiksi markkinaoikeuden käsittelemiin kysymyksiin liittyen.

Laki oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa säättää ensinnäkin muutoksenhaun olevan yksiportaista, kilpailu- ja valvonta-asioissa suoraan korkeimpaan hallinto-oikeuteen ja valitusasioissa suoraan korkeimpaan oikeuteen. Valitusasioiden osalta on edelleen lain 7 luvun 4 §:ssä säädetty, että markkinaoikeuden ratkaisu pannaan täytäntöön lain 7 luvun 4.1 §:ssä määritetyissä teollis- ja tekijänoikeudellisissa riita- ja hakemusasioissa sekä markkinaoikeudellisissa asioissa niin kuin lainvoimaisen tuomion täytäntöönpanosta säädetään. Korkein oikeus voi kuitenkin määrätä, ettei ratkaisua toistaiseksi saa panna täytäntöön tai ettei aloitettua täytäntöönpanoa saa jatkaa.

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn osalta uudelleenjärjestelyn vahvistavan tuomioistuimen päätöksen täytäntöönpantavuus, mahdollisista päätökseen kohdistuvista valituksista huolimatta, on tärkeää sekä yhtiön toiminnan mahdollisimman häiriöttömän jatkumisen, että rahoitusinstrumenttiin mahdollisesti liittyvän markkinatoiminnan jatkumisen kannalta. Uudelleenjärjestelymenettelyihin liittyvät prosessit ovat tässä suhteessa analogisia markkinaoikeuden menettelyjen kanssa.

Laki oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa toimii mielestäni myös hyvänä esimerkkinä yksiportaisesta ja valituslupaan perustuvasta muutoksenhakumekanismista. Erikoistuneen tuomioistuimen ratkaisusta on muutoksenhakumahdollisuutta perusteltua rajata myös prosessiekonomisin perustein, ilman pelkoa oikeusturvan vaarantumisesta.

Mikäli uudelleenjärjestelymenettely keskitettäisiin yhteen erityistuomioistuimeen, esimerkiksi markkinaoikeuden yhteyteen, laki oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa toimisi hyvänä mallina sekä uudelleenjärjestelymenettelyjen tuomioistuinpäätösten muutoksenhaun, että päätösten täytäntöönpantavuuden suhteen.

5. Analogia markkinaoikeuden menettelyyn perustuen sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annettuun lakiin

Suomessa elinkeinonharjoittajia suojataan toisten elinkeinonharjoittajien sopimatonta menettelyä vastaan erillisen sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa annetun lain mukaisesti. SopMenL:n mukaiset riidat, jotka koskevat lain perusteella elinkeinonharjoittajalle asetettavan kiellon määrittämistä tai muuta markkinaoikeuden käsiteltäväksi laissa määrättyä asiaa, käsitellään myös markkinaoikeudessa.

SopMenL 1 § mukaisesti elinkeinotoiminnassa ei saa käyttää hyvän liiketavan vastaista tai muutoin toisen elinkeinonharjoittajan kannalta sopimatonta menettelyä. Lain tarkoituksena on näin turvata että, että eri elinkeinonharjoittajat toimivat keskinäisesti soveliaiden menettelyjen, hyvän liiketavan, mukaisesti.

Uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säädösten voidaan katsoa olevan tarkoitukseltaan analogisia SopMenL:n kanssa, koskien kuitenkin tilanteita, joissa oikeussuojan kohteena ovat yrityksen ohella erityisesti yhtiöön varoja sijoittaneet velkojat tai osakkaat ja mahdollisen ”sopimattomaksi katsottavan” menettelyn tekijänä ei ole toinen elinkeinonharjoittaja, vaan toinen yhtiön osakkeisiin tai velkoihin sijoittanut henkilö.

Markkinaoikeuden käsitellessä jo nykyisen lain mukaisesti sopimattomana menettelynä elinkeinotoiminnassa pidettäviä kysymyksiä, tuntuisi luontealta, että SopMenL:n kanssa analogisia yhtiöoikeudellisia uudelleenjärjestelyjä koskevia asioita käsiteltäisiin samassa tuomioistuimessa tai sen yhteyteen perustettavassa erillisessä, yhtiöoikeudellisiin kysymyksiin erikoistuneessa jaostossa tai tuomioistuimessa.

SopMenL sääntelee myös rikosoikeudellisesti kilpailumenettelyrikoksista. Laki toimisi myös analogisena referenssinä mietittäessä, olisiko sijoittajan toiselle kanssasijoittajalle vahingollista käyttäytymistä eli hold-out -position väärinkäyttämistä harkittava sanktioitavaksi, äärimmäisissä tilanteissa jopa rikosoikeuden kautta. Huolimatta siitä, että hold out -position väärinkäyttämällä voidaan sinänsä aiheuttaa toiselle samaehtoiselle sijoittajalle käytännössä taloudellisia menetyksiä, hold out -positioiden osalta on muistettava, että kysymys ei ole nykyisen rikoslakimme vahingonteon tunnusmerkistön mukaisesta ”oikeudettomasta toisen omaisuuden vahingoittamisesta”; ”oikeudeton”-tunnusmerkki ei voine mitenkään toteutua vedottaessa lailliseen oikeuteen. Uudelleenjärjestelymenettelyn tilanteissa on tavanomaisesti kysymys siitä, että luokan vähemmistöissä oleva sijoittaja ainoastaan vetoaa yhtiöön nähdessä lakiin tai sopimukseen perustuvaan oikeuteensa, mikä on luonnollisesti täysin lain mukaista menettelyä. Lailliseen oikeuteen vetoaminen, vaikka se sinänsä aiheuttaisi toiselle vahinkoa, tuntuisi konseptuaalisesti vaikealta mitenkään sanktioitavaksi rikosoikeuden kautta.

Oikeustaloustieteen näkökulmasta voitaisiin myös argumentoida, että erilaiset aktiivit markkinatoimijat, jotka etsivät sijoitusmarkkinoilla mahdollisuuksia saada itselleen hyötyä erilaisiin yhtiön muutostilanteisiin liittyen, toimivat myös markkinoiden kehittäjinä. Niin kutsuttujen aktivistirahastojen toiminta on lisääntynyt merkittävästi. Rahastojen voidaan yleisesti katsoa toiminnallaan edistävän myös samoihin kohteisiin sijoittaneiden muiden sijoittajien intressiä, puuttuessaan esimerkiksi yhtiön hallintojärjestelmissä oleviin epäkohtiin. Mikäli toiminnan tarkoituksena kuitenkin on saada omalle sijoitukselle lisätuottoa muiden sijoittajien kustannuksella, voidaan tällaisen opportunistisen toiminnan lähtökohtaa perustellusti arvostella.

On syytä korostaa, että hold out -positio yhtiön osakepääomasta tai velasta on täysin laillinen ja normaali tilanne, joka yleensä lähtökohtaisesti ainoastaan tähtää osaltaan varmistamaan yhtiön liiketoiminnan jatkumiseen keskeisen omistajan tavoitteiden mukaisella tavalla, tuottaen etua kaikille yrityksen osakkaille. Mikäli näin ei kuitenkaan joissain tilanteissa olisi, on tärkeää, että yhtiöllä ja sen

enemmistöomistajilla (ja -velkojilla) olisi käytettävissään oikeudellinen menettely saattaa sijoittajan toiminta tuomioistuimen arvioitavaksi yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta.

Keskeisten, esimerkiksi yli 10 prosentin osuuden omistajien merkitystä yhtiössä arvioidaan usein myönteisesti, kaikkien osakkaiden omistaja-arvoa edistäväksi seikaksi. Pörssisäätiö julkaisi syksyllä 2018 myös tähän liittyvän tutkimuksen, jossa arvioitiin pörssiin listattuina olevia perheomisteisia yrityksiä. Tutkimuksesta selviää, että perheiden omistamat pörssiytykset menestyvät keskimäärin muita pörssiyhtiöitä paremmin. Niiden liikevoittoprosentti ja pääoman tuotto ovat korkeampia, osaketuoton riski alhaisempi ja osinkotuotto parempi kuin muissa yrityksissä. Lisäksi yritysten arvostus on jonkin verran alhaisempi muihin listayrityksiin verrattuna.³¹⁷

Tutkimuksessa perheomisteiseksi yhtiöksi katsottiin yhtiöt, joissa yhdellä henkilöllä, perheellä tai suvulla on vähintään 10 %:n ääniosuus yhtiössä, eli kaikissa näissä tilanteissa omistajilla voidaan sinänsä katsoa olevan ”hold out” -positio yhtiön osakkeista. Tutkimus osoittaa konkreettisesti kuvatun hold out -position lähtökohtaisesti neutraalin tai jopa positiivisen vaikutuksen.

On siis tärkeää korostaa väärinymmärrysten ehkäisemiseksi, että yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely ei ole lähtökohdaltaan yleisesti hold out -positioita vastaan. Menettelyn tavoitteena on ainoastaan turvata yhtiön ja sen kunkin velkoja- ja osakkeenomistajaluokan määräänemmistön oikeussuojaa hold out -positioiden väärinkäyttöön liittyviä, mahdollisesti toisia osakkaita tai velkoja vahingoittavia, tilanteita vastaan. Markkinakehitys on osoittanut tällaisen oikeussuojan tarpeen lisääntymisen, yhtiöiden ollessa hajautuneen rahoitusrakenteen vuoksi alttiimpia erilaiselle opportunistiselle sijoittajakäyttäytymiselle.

³¹⁷ Perhe on paras? Perheomisteiset pörssiyhtiöt Suomessa, S.Ikäheimo,O-P.Lumijärvi, Pörssisäätiö, 2018, 50.
<<http://www.porssisaatio.fi/blog/2018/08/21/tutkimus-valtaosa-suomen-porssiyhtioista-on-perheiden-omistuksessa/>>, versio 19.9.2018.

OSA VIII UUDELLEENJÄRJESTELYMENETTELYN SUHDE YRITYS- SANEERAUKSEEN, KONKURSSIIN JA ERITYISTÄYTÄNTÖÖNPANOMENETTELYIHIN

1. Yrityssaneerauksen menettelyn ensisijaisuuslähtökohta

Koulu kuvaa osuvasti yrityssaneerausta konkurssin vastinpariksi suomalaisessa insolvenssimenettelyjen järjestelmässä. Konkurssi toimii ensinnäkin insentiivinä, sillä saneeraus tapahtuu ”konkurssin varjossa”. Konkurssin uhka pakottaa omistajat ja velkojat myötävaikuttamaan yrityksen tervehtyttämiseen. Toiseksi konkurssi muodostaa menettelylle myös oikeutuksen, justifikaation, sillä arvoja tuhoavan konkurssin rinnalla tarvitaan niitä säilyttävä saneeraus. Koulun teesien mukaisesti konkurssin funktioon liittyy paradoksi, se täyttää tehtävänsä parhaiten, mitä huonommin se toimii; kun kaikki sujuu lainsäätäjän tarkoittamalla tavalla, elinkelpoinen yritys päättyy saneeraukseen, eikä konkurssiin.³¹⁸

Valtioneuvoston Velkakonversioselvityksen yhteydessä nousi useissa lausunnoissa esiin tarve kehittää edelleen suomalaista yrityssaneerausmenettelyä liittyen erityisesti mahdollisuuteen konvertoida yhtiön velkoja yhtiön omistukseksi, tarvittaessa myös yhtiön omistajien kannan vastaisesti. Suomen insolvenssimenettelyjen järjestelmän kannalta on tärkeää tiedostaa konkurssin vastinparirooli järjestelmän osana. Se rajoittaa ja ohjaa terveellä tavalla sekä omistajien että velkojen toimintaa menettelyissä. Omistajien pelkona ”konkurssiuhkaan” liittyen on luonnollisesti koko omistuksen menetys. Tämän uhan merkitystä ei ole syytä aliarvioida. Vaikka yritys hakeutuu saneeraukseen, velkojen mahdollinen tie menettelyssä on saada yritys saneerauksen vastustamisen perusteella ajautumaan konkurssimenettelyyn. Konkurssimenettelyssä toki velkojen asema on useissa tilanteissa saneerausmenettelyä huonompi, likvidaation johtaessa mahdollisesti yrityksen going concern -perusteista jatkumista huonompaan tulokseen. Konkurssi ei kuitenkaan välttämättä merkitse yhtiön liiketoiminnan lopettamista, vaan liiketoiminta voidaan pesän toimesta myydä edelleen, joko kokonaisuutena tai terveiltä osin.

Suomalaisesta yrityssaneerauksesta on esitetty kritiikkiä tuomioistuinkäytäntöä kohtaan niin kutsutuissa pakkovahvistamistilanteissa, joissa tuomioistuin joutuu harkitsemaan ohjelman vahvistamista, vaikka suuri osa velkojista on vastustanut ehdotusta. YrSanL:n 54 §:n mukaisesti, huolimatta siitä, että lain 51 ja 52 §:ssä tarkoitettu enemmistö yhdessä tai useammassa velkojaryhmässä jää saavuttamatta, saneerausohjelma voidaan ehdotuksen laatijan, selvittäjän tai velallisen vaatimuksesta vahvistaa seuraavin edellytyksin:

³¹⁸ Risto Koulu, uudistettu Yrityssaneeraus, WSOY Pro, 2007, s. 13-15.

1) vahvistamiselle ei ole 53 §:ssä tarkoitettua estettä;

2) ainakin yksi velkojaryhmä on äänestänyt ohjelman hyväksymisen puolesta 52 §:n mukaisella enemmistöllä ja kaikkien puolesta äänestäneiden velkojien saatavat edustavat vähintään viidennestä kaikkien 52 §:n 2 momentin mukaan huomioon otettavien tunnettujen velkojien saatavista;

3) kukaan velkojista ei ohjelman mukaan saa etua, joka arvoltaan ylittää hänen saatavansa määrän;

4) mikäli velkojille ohjelman mukaan kertyy suorituksia yli sen vähimmäistason, jota tässä laissa kyseisen velkojaryhmän osalta vaaditaan, etu jakautuu velkojaryhmien kesken kohtuullisella tavalla; ja

5) vastaan äänestänyttä, muista kuin vakuusvelkojista koostuvaa velkojaryhmää huonommassa etuoikeusasemassa olevien saatavien velkojille ei ohjelman mukaan tule suoritusta.

Verrattaessa suomalaisen järjestelmän pakkovahvistamisen edellytyksiä esimerkiksi Hollannissa ehdotettuun uuteen menettelyyn, edellyttävät molemmat mallit aineellisenä edellytyksenä ainakin yhden velkojaryhmän enemmistön kannatusta ohjelman vahvistamiselle. Hollannin ehdotetun mallin menettely toimii kuitenkin käänteisesti, velallinen on oikeutettu pyytämään tuomioistuimen vahvistusta, mikäli ainakin yksi velkojaryhmä on hyväksynyt ohjelmaehdotuksen, mutta ohjelma kuitenkin aina vahvistetaan erillisessä tuomioistuinkäsittelyssä, jossa velkojilla ja muilla asianosaisilla on mahdollisuus esittää väitteitä asiassa. Asiaa selventää lakiehdotuksen Artikla 380, jonka mukaisesti:

“If at least one class has accepted the restructuring plan, the debtor may submit a petition to the district court to confirm the restructuring plan. The district court schedules a hearing as soon as possible to consider the confirmation. The debtor notifies the voting creditors and shareholders in writing of the hearing date.”

Suomalaisessa mallissa on arvosteltu pakkovahvistamiseen liittyvää tuomioistuinkäsittelyn pinnallisuutta. Koulun muun muassa todennut, että tuomioistuimen rooli on pakkovahvistamisessa jäänyt erityisen epäselväksi; käytännössä tuomioistuimet ovat olleet huomattavan passiivisia, ja pakkovahvistamisen asialliset edellytykset tutkitaan enintään pinnallisesti. Hän näkee tähän kaksi syytä, ensinnäkin pakkovahvistamisen erilaisuutta ei riittävästi tiedosteta sekä toiseksi vahvistamisharkintaan ei muodostu tosiasiallista kaksiasiainaissuhdetta, koska järjestelmästäämme puuttuu institutionaalinen loppukäsittely. Koulun perustellun arvion mukaisesti velkojien enemmistön suoja jää nykyisessä järjestelmässämme suhteettoman heikoksi.³¹⁹

Suomalaisen menettelyn kehittäminen liittyen velkojien ja muiden asianosaisten kuulemiseen loppukäsittelyssä, esimerkiksi edellä mainitusta Hollannin ehdotuksesta mallia ottamalla, voisi olla perusteltua samalla kun mietitään mahdollista mallia Velkakonversion implementoimiseksi.

Arvioitaessa samaan hypoteettiseen tapaukseen soveltaen yrityssaneerausta ja konkurssia, Hupli korostaa, että YrSanL:n myötä meillä on voimassa saneerauksen priorisointinormisto. Priorisointi on kuitenkin lähinnä menettelyllistä, YrSanL pyrkii menettelyä ohjaamalla siihen, että saneerauksen

³¹⁹ Idem, s. 303.

mahdollisuus saada selvitettyä ennen kuin yritys ajautuu konkurssiin. Taustalla on oikeuspoliittinen punninta, jonka perusteella saneerausmahdollisuuden tutkiminen on tärkeämpi arvo, kuin velkojien rajoittamaton oikeus vaatia velallisen asettamista konkurssiin. Priorisointinormiston oikeutus ratkeaa sillä perusteella, ovatko priorisointikeinot oikein kohdennettuja ja mitoitettuja. Yrityssaneerauksen ja konkurssin menettelyjen ollessa samanaikaisia, suomalainen järjestelmä priorisoi saneerausmenettelyä, oli hakemus saneerauksesta tehty ennen tai jälkeen konkurssihakemuksen. Priorisointiin ei vaikuta sekään, oliko hakemuksen tekijänä velallinen vai velkoja.³²⁰ Menettelysääntö on ilmaistu YrSanL:n 24.1 §:ssä: jos saneeraushakemuksen vireilletulon hetkellä on vireillä myös konkurssihakemus, jälkimmäisen käsittely on lykättävä, kunnes päätös saneerausohjelman aloittamisesta on tehty. Saneerausta priorisoidaan myös muutoksenhakutilanteessa, YrSanL:n 96.2 §:n mukaan konkurssi raukeaa, jos saneerausmenettely aloitetaan.

Konkurssin ja saneerauksen keskinäinen suhde on muotoutunut suomalaisessa järjestelmässä toimivaksi kokonaisuudeksi. Harkittaessa Uudelleenjärjestelydirektiiviehdotuksen tavoitteiden mukaisesti saneerausmenettelymme kehittämistä ennakoivampaan suuntaan, tämä voidaan toteuttaa joko Hollannissa vireillä olevan mallin perusteella mahdollistamalla yksittäisiin velkoihin kohdistetut menettelyt tilanteissa, joissa yhtiön muihin vastuisiin ei kohdistuisi muutostarpeita, mutta yhtä hyvin myös säättämällä ennakoivasta menettelystä YrSanL:n ulkopuolella yhtiöoikeudellisena menettelynä.

Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely ei tarvitse osakseen vastaavaa priorisointia saneerausmenettelyyn nähden, kuin on tarpeen saneerausmenettelyn priorisoinnilla konkurssimenettelyyn nähden. Menettelyjen keskinäisessä suhteessa voitaneen toimia jopa päinvastoin; saneerausmenettely voidaan katsoa insolvenssioikeudellisen luonteensa perusteella ensisijaiseksi mahdolliseen samanaikaiseen uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden, kuitenkin niin, että tuomioistuimelle olisi hyvä jäädä riittävä harkintavaltta tarvittaessa esimerkiksi lykätä päätöstä saneerausmenettelyn aloittamisesta tilanteessa, jossa yhtiön samoihin velkoihin kohdistuu lopultaan oleva uudelleenjärjestelymenettely. Asian osalta on tärkeä huomioda myös saneerausasian vireilletulon oikeusvaikutukset, jotka suojaavat lähtökohtaisesti velallista.

Jos yhtiön velkoja tai yhtiö itse hakee yrityssaneerausta samaan aikaan, kuin tuomioistuimessa on käsiteltyssä tiettyyn tai kaikkiin yhtiön velkoihin liittyvä uudelleenjärjestelymenettely, on vaikeaa nähdä tästä aiheutuvan sinänsä mitään erityistä ongelmaa. On huomioitava, että uudelleenjärjestelymenettelyn ajatuksena on mahdollistaa menettelyn toteuttaminen ennen velan erääntymistä, eli tilanteissa, joissa huolellisesti toimiva velallinen näkee riittävän aikaisessa vaiheessa tarvetta kompromissille tai järjestelylle velkaan liittyen, mutta joissa (ainakaan vielä) ei ole kyse maksukyvyttömyydestä tai uhkaavasta maksukyvyttömyydestä.

YrSanL:n 6 § myös suojaaa velallista adekvaatisti velkojien hakemuksilta, joissa velallinen ei ole mukana hakijana, eikä kannata hakemusta, edellyttäen, että velallinen ei ole maksukyvytön tai uhkaavan maksukyvyttömyyden tilanteessa ole kyse velkojan huomattavan taloudellisen edun turvaamisesta. Sen mukaisesti uhkaavan maksukyvyttömyyden perusteella saneerausmenettely voidaan velkojan tai

³²⁰ Tuomas Hupli, Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa, SLY A-Sarja N:o 253, 2004, s. 351-353.

todennäköisen velkojan hakemuksesta aloittaa vain, jos se on tarpeen hakijan huomattavan taloudellisen edun turvaamiseksi tai sen vaarantumisen torjumiseksi.

Mikäli uudelleenjärjestelymenettelyä ei ole toteutettu riittävän aikaisessa vaiheessa, tulee velallisen ollessa maksukyvytön tai uhkaavan maksukyvyttömyyden tilanteessa yhtiön velkojilla olla YrSanL:n 6 §:ään perustuva oikeus yrityssaneerausmenettelyn aloittamiseen velkojan taloudellisen edun turvaamiseksi. Vastaavasti yhtiöllä tulee olla oikeus käynnistää missä tahansa YrSanL:n edellytysten mukaisissa tilanteissa yrityssaneerausmenettely. Uudelleenjärjestelymenettelyn lähtökohtana on yhtiön myötävaikutus; mikäli yhtiö näkee vireillä olevasta uudelleenjärjestelymenettelystä huolimatta tarpeen hakea yrityssaneerausta, tämä oikeus tulee yhtiöllä luonnollisesti säilyä.

Huplin kuvaama YrSanL:n priorisointinormisto tulisi toimimaan konkurssimenettelyn ohella myös suhteessa ennaltaehkäisevään uudelleenjärjestelymenettelyyn, huomioiden kuitenkin ne rajoitteet, joita sisältyy jo nykyisellään yrityssaneerauslakiin.

Yrityssaneerauksen priorisointi suhteessa yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn toimisi käytännössä siten, että samanaikaisten hakemusten kyseessä ollessa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käsittelyä olisi lykättävä, kunnes päätös saneerausmenettelyn aloittamisesta on tehty.

Sen sijaan olisi mahdollista, että yrityssaneerausmenettelyyn liittyvä yhtiöoikeudellinen kysymys saatettaisiin käsiteltäväksi saneerausmenettelyn käsittelyn aikana erillisessä, yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä. Tämä voisi esimerkiksi tulla kyseeseen tilanteissa, joissa tarvitaan yhtiöoikeudellinen hyväksyntä saneerausohjelmaan liittyvälle ehdotukselle yhtiön varojen ja liiketoiminnan siirtämisestä toiseen, yhtiön velkojen omistamaan yhtiöön.

Yrityssaneerauslakiin olisi tarkoituksenmukaista sisällyttää viittaukset yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn. Näkisin viittaukset tarpeellisina kolmesta alueesta: i) edellä mainitun YrSanL:n priorisoinnin varmistamiseen myös uudelleenjärjestelymenettelyä koskien, ii) huomioiden, että tuomioistuimessa voi olla vireillä samanaikainen uudelleenjärjestelymenettelyhakemus, varata tuomioistuimelle mahdollisuuden lykätä yrityssaneeraushakemuksen käsittelyä kunnes päätös uudelleenjärjestelymenettelyssä on annettu ja iii) yhdistää saneerausmenettelyyn erillinen yhtiöoikeudellinen menettely, jossa arvioidaan esimerkiksi yhtiöoikeudellisesti saneerausohjelmaan mahdollisesti sisältyvä ehdotus yhtiön liiketoiminnan ja/tai varojen siirrosta saneerauksessa olevan yhtiön velkojen omistamalle yhtiölle.

2. Konkurssin vaikutuksista menettelyyn

Käsittelin edellisessä jaksossa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn sekä YrSanL:n mukaisen saneerausmenettelyn keskinäistä suhdetta. Saneerausmenettely on priorisoitu menettely konkurssiin ja uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden, mutta uudelleenjärjestelymenettelyn on perusteltua olla menettelyihin liittyvässä priorisoinnissa heikommassa asemassa myös konkurssimenettelyyn nähden.

Molemmat maksukyvyttömyysmenettelyt, saneeraus ja konkurssi, tulisi sekä velallisen, että velkojen oikeussuojan perusteella katsoa uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden ensisijaisiksi menettelyiksi, mutta molempien osalta on tarkoituksenmukaista antaa tuomioistuimelle riittävää harkintavaltaa eri menettelyjen synkronointiin liittyen.

Oletetaan esimerkiksi, että tuomioistuimessa olisi jo pitkällä käsiteltävänä yhtiön ainoaan rahoitusvelkaan, syndikoituun pankkilainaan kohdistuva uudelleenjärjestelymenettely. Uudelleenjärjestelymenettelyssä riittävä (esimerkiksi EMCA:n mukainen 2/3 prosentin) määräenemmistö olisi hyväksynyt menettelyn, mutta tuomioistuin ei olisi vielä ehtinyt vahvistaa menettelyä, ja syndikoidun lainan vähemmistöpankille olisi käsittelyaikataulun vuoksi syntynyt eräännyttämisperuste, jonka nojalla se olisi oikeutettu hakemaan yhtiötä saneeraukseen tai jopa konkurssiin.

Nykyisen konkurssilakimme mukaisesti velallinen, joka on (tai on viimeisenä vuonna ennen konkurssihakemuksen tekemistä ollut) liiketoiminnastaan kirjanpitovelvollinen, ja joka ei viikon kuluessa velkojan maksukehotuksen saatuaan ole maksanut velkojan selvää ja eräännyttää saatavaa, voidaan asettaa konkurssiin, jos velkoja tekee hakemuksen kolmen kuukauden kuluessa mainitun määräajan päättymisestä ja velkojan saatava on edelleen maksamatta. Velkojan on annettava kohdassa tarkoitettu maksukehotus velalliselle todisteellisesti tiedoksi tai, jos siihen on oikeudenkäymiskaaren 11 luvun 7 §:n mukaan edellytykset, noudattaen mainitussa pykälässä säädettyä menettelyä. Viitaten YrSanL:n mukaiseen yrityssaneerauksen priorisointiin konkurssiin nähden, velallisella on tällaisessa tilanteessa kuitenkin mahdollisuus hakea saneerausta konkurssihakemuksen tullessa vireille ja saneerausmenettelyä priorisoidaan tällöin konkurssiin nähden.

Konkurssihakemukseen liitännäisen saneerausmenettelyn yhteydessä tuomioistuimella olisi suotavaa olla harkintavaltaa lykätä saneeraushakemuksen käsittelyä odottamaan tuomioistuimen päätöstä kuvatus mukaisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä, mikä saattaisi johtaa myös saneerausmenettelyn raukeamiseen. Tällöin raukeaisi myös konkurssimenettely, koska velkojalta puuttuu konkurssilain edellyttämä eräännyttävä saatava.

Yhteenvetona konkurssilain osalta ei olisi erityistä tarvetta lain uudelleen tarkastelemiseen mahdolliseen uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen. Mahdolliset oikeussuojatarpeet tulisivat huomioituksi jo nykyisen yrityssaneerauslakiimme sisältyvän yrityssaneerauksen menettelyllisen priorisoinnin kautta, joka kuitenkin antaisi tuomioistuimelle harkintavaltaa menettelyjen yhteensovittamisessa. Yrityssaneerauslakiin olisi tarkoituksenmukaista harkita edellisessä jaksossa hahmoteltua viittausta uudelleenjärjestelymenettelyyn.

3. Ulosottomenettelyn ja uudelleenjärjestelymenettelyn yhteensovittaminen

Linna on kuvannut yleisiä oikeudellisia intressiasetelmia ulosotossa. Ulosottoon ryhdytään hakijavelkojan intressissä, mutta vireillä olevaan ulosottoon liittyy monia erilaisia intressejä. Hakemuksen vireilletuloon liittyvät lähinnä hakijan ja velallisen intressit, jotka ovat pääsääntöisesti vastakkaiset. Hakijan tavoitteena on saada prosessi vireille ja velallisen intressi päinvastainen. Ulosmittausvaiheessa hakijan edun mukaista on saada ulosmittauksen piiriin niin paljon omaisuutta, että se kattaa hänen saatavansa ja kulunsa, velallisen intressinä on erottamisedun laaja soveltaminen, erityisesti silloin, kun ulosmittaus uhkaa velallisen elinkeinoa, muuta toimeentuloa taikka asuntoa. Kilpailevan velkojan etujen mukaista saattaa olla, että velallisen omaisuutta ei ulosmitattaisi hakijan saatavan suorittamiseksi. Ellei velkojan saatavalla ole laissa säädettyä etuoikeusasemaa, perustuu etuoikeus velkojen maksunsaantijärjestyksestä annetun lain (1992/1578) mukaisiin määräyksiin. Ulosmitatun omaisuuden realisointivaiheessa velkojen ja velallisen intressit pitkälti yhtyvät ja he ovat samalla puolella intressikenttää kohteen ostajaa vastaan.³²¹

Erillistytäntöönpanoa voidaan kuvata tehostuneeksi saatavan erillisperinnäksi, joka edellyttää perusteeksi erääntynyttä ja riidatonta saatavaa. Ulosotto ja takavarikko voivat kohdistua myös velalliseen, jolla esimerkiksi olisi samaan aikaan vireillä yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely liittyen velkoihinsa tai näiden tiettyyn osaan. Kuten yleistytäntöönpanomenettelyt, myös erityistytäntöönpanomenettelyt palvelevat tärkeää osaa oikeuden järjestelmässä. Jälkimmäiset antavat tehostetun keinon yhtiön velkojille saatavien perimiseksi. Joissain tilanteissa nämä voivat tuoda etua nopeasti ja tehokkaasti perintätoimista huolehtiville velkojille.

Erillistytäntöönpanomenettelyt kuitenkin lähtökohtaisesti keskeytyvät yleistytäntöönpanomenettelyjen alettua. Erillistytäntöönpanomenettelyjen keskeyttämisestä voi tuomioistuin antaa myös YrSanL:n 22 §:n nojalla väliaikaisia määräyksiä heti, kun saneeraushakemus on tullut vireille.

Samaan aikaan kun yhtiön omaisuuteen kohdistuisi ulosottomenettely tai takavarikkomenettely, on ajateltavissa, että yhtiöllä olisi vireillä sen velkoihin kohdistuva uudelleenjärjestelymenettely. Aivan kuten yleistytäntöönpanomenettelyjen kohdalla, yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn funktiona on toimia mahdollisimman aikaisessa vaiheessa käytettävänä järjestelykeinona. Mikäli jokin yhtiön velka on jo erääntynyt maksettavaksi, on tärkeää, että yhtiön velkojilla on käytettävissä lain turvaamat oikeussuojakeinot sekä yleistytäntöönpanoon, että erillistytäntöönpanoon liittyen. Näin ollen yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn tulee myös olla prioriteetiltaan alisteinen mahdollisiin yhtiön omaisuuteen kohdistuviin ulosotto- tai muihin erillistytäntöönpanomenettelyihin nähden.

Mikäli yrityksen omaisuuteen kohdistuva erillistytäntöönpano on keskeytynyt yleistytäntöönpanomenettelyn, saneerauksen tai konkurssin johdosta, yrityssaneerausmenettelyssä voisi olla tarkoituksenmukaista antaa tuomioistuimelle harkintavaltaa lykätä tarvittaessa

³²¹ Tuula Linna, Ulosottorealisoinnista De Lege Ferenda, SLY A-sarja 175, 1987, s. 56-59.

saneerausmenettelyä ja odottaa mahdollisen, samanaikaisen uudelleenjärjestelymenettelyn käsittelyä ja tuomioistuimen päätöksen antamista asiassa, edellyttäen että tällä olisi odotettavissa olevaa vaikutusta saneerausmenettelyyn. Tässä tapauksessa on ajateltavissa, että saneerausmenettelyn yhteydessä jatkuneella uudelleenjärjestelymenettelyllä voisi olla vaikutusta myös yrityssaneerauksen perusteella keskeytyneeseen erillistäytäntöönpanomenettelyyn. Vaikutus olisi kuitenkin näkemykseni mukaisesti identtinen sille, että yrityssaneerausmenettelyn perusteella yritykseen ja sen omaisuuteen kohdistuen hyväksytään saneerausohjelma, joka rajoittaa lain mukaisesti erillistäytäntöönpanoa. Erillistäytäntöönpanoa voisi näin ollen rajoittaa ainoastaan samoilla edellytyksillä kuin sitä nykyisellään rajataan yleistäytäntöönpanoon perustuen.

Mikäli olisi kysymys tilanteesta, jossa yhtiön omaisuuteen kohdistuu erillistäytäntöönpano, ilman että se johtaisi yleistäytäntöönpanoon, katsoisin kuitenkin perustelluksi hyväksyä nykyisen mallin mukaisen terveen kilpailun velkojen välillä. Kuten Linna kuvaa, maksunsaantilain ja ulosottokaaren säännöksistä yhdessä seuraa, että yhtäläinen maksunsaantioikeus konkretisoituu ulosottokaaren kohdesäännösten mukaisiksi, tiettyjen velkojen väliseksi esinekohtaisiksi kilpailutilanteiksi. Ulosotto erillistäytäntöönpanona on esine-, oikeus- tai tuloeräkohtaista menettelyä. Omaisuuserittäin muodostuu siten velkojen ryhmiä, eräänlaisia osa-velkojistoja (velkojapooleja), jotka osallistuvat kyseisen kertymän jakamiseen. ”Pottia” ja sen jakajia koskevat kohdesäännökset ovat ulosottokaaren (705/2007, UK) 4 luvussa.³²² Erääntyneiden saataviensa osalta velkojilla on, ja tulee olla, oikeus hakea tarvittaessa erillistäytäntöönpanoa. Velallisella on puolestaan oikeussuojana jo nykyisen järjestelmämme mukanaan tuoma mahdollisuus hakea erillistäytäntöönpanoa vastaan saneerausmenettelyä YrSanL:n mukaisilla perusteilla.

Edellä kuvattua velkojen kilpajuoksua voidaan rajata ehdotetun uudelleenjärjestelymenettelyn kohdalla sen aikana käynnistyneellä yrityssaneerausmenettelyllä ja oletuksella, että saneerausmenettely puolestaan voisi uuden lain perusteella keskeytyä tai jäädä sillensä, mikäli sen kanssa samaan aikaan vireillä olevassa yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelyssä hyväksyttäisiin yhtiön velkoja tai niiden osaa koskeva järjestely. Tällöin tuntuisi perustellulta, että yrityssaneerausmenettelyn erillistäytäntöönpanon keskeyttävä tai peräyttävä vaikutus ulottuisi myös tällaiseen ”yrityssaneerauksen suojassa syntyneeseen” uudelleenjärjestelymenettelyyn.

Jo nykyinen järjestelmämme hyväksyy ”velkojen kilpajuoksun” keskeytymisen yleistäytäntöönpanon käynnistyessä. Mikäli yleistäytäntöönpanoa toteuttava tuomioistuin harkitsee tarkoituksenmukaiseksi, että yleistäytäntöönpanomenettelyssä olisi tärkeää odottaa ratkaisua samaan aikaan vireillä olevassa, mutta menettelyllisesti alisteisessa, yhtiön velkoihin tai niiden osaan kohdistuvassa yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä, tulisi tämä harkinta olla mahdollista, huolimatta siitä, että näihin velkoihin, tai osaan niistä liittyy keskeytynyt erillistäytäntöönpanomenettely.

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn rationa voi olla estää velkojen välistä kilpajuoksua, mikäli tästä voisi perustellusti aiheutua toiselle saman luokan velkojalle vahinkoa. Yhtiön kunkin velkojaluokan selkeän vähemmistön velkojilla ei näin ollen tulisi olla mahdollisuutta estää, sinänsä lakiin

³²² Tuula Linna, Velkojen välinen maksunsaantikilpailu –tarkastelussa takavarikko ja ulosmittaus, Defensor Legis, 1:2012, s. 28-29.

tai sopimukseen perustuvalla vaateellaan, saman velkojaluokan selkeän enemmistön yhtiön kanssa tarpeelliseksi näkemää kompromissia tai järjestelyä, edellyttäen, että ristiriitatilanne ratkaistaan tuomioistuimen harkinnalla. Tuntuu perustellulta, että vähintään jo käynnistyneisiin yrityssaneerausmenettelyihin rajatuissa tilanteissa voisi nykyisen lain mukaisesti velkojien ”kilpajuoksu” tarvittaessa estyä. Yrityssaneerausmenettelyn tuoman suojan tulisi käsittää myös mahdollisen samaan velkaluokkaan kohdistuvan uudelleenjärjestelymenettelyä koskevan tuomioistuinpäätöksen odottamisen, edellyttäen, että yrityssaneeraustuomioistuin näin päättää toimia. Niin kauan kuin yrityssaneeraus tuo suojaa, yhtiön omaisuuteen kohdistunut erillistytäntöönpano keskeytyy tai peräytyy.

4. Erityiskysymyksiä; eurooppalaisen maksukyvttömyysasetuksen (mukautettuna) soveltumisesta uudelleenjärjestelymenettelyyn

EY:n neuvosto ja komissio hyväksyivät syksyllä 2000 kunnianhimoisen toimenpideohjelman jäsenvaltioiden tuomioistuinten päätösten vastavuoroista tunnustamista koskevan tavoitteen toteuttamiseksi. Yhtenä osana tätä harmonisointia tuli 31.5.2002 voimaan EY:n maksukyvttömyysasetus (EY) N:o 1346/2000. Maksukyvttömyysasetus oli sisällöllisesti valmisteltuna yleissopimuksen muodossa, mutta toteutui lopulta jäsenvaltioissa suoraan sovellettavana asetuksena.³²³

Euroopan parlamentin ja neuvoston uudelleenlaadittu asetus maksukyvttömyysmenettelyistä (EU) 2015/848 annettiin 20.5.2015 ja se astui voimaan 26.6.2017. Asetuksella korvattiin ja kumottiin aikaisempi asetus. Asetuksen perusrakenne vastaa aikaisemman asetuksen rakennetta. Siihen sisällytettiin kuitenkin kokonaan uusia asiakokonaisuuksia, kuten luvut maksukyvttömyysrekistereistä ja yritysryhmän jäsenten maksukyvttömyysmenettelyistä.

Oikeusministeriön maksukyvttömyysasetuksen edellyttämiä lainsäädäntömuutoksia käsitelleen mietinnön mukaisesti nykyistä asetusta sovelletaan oikeushenkilön tai luonnollisen henkilön kaikkia velkoja koskevaan maksukyvttömyysmenettelyyn, jossa velallinen menettää osittain tai kokonaan määräysvallan omaisuuteensa ja jossa määrätään selvittäjä. Yritysten tervehdyttämiseen tähtäävät menettelyt eivät kaikissa jäsenvaltioissa kuulu asetuksen soveltamisalaan. Uudessa asetuksessa soveltamisala on laajennettu kattamaan yrityksen tervehdyttämiseen tähtäävät menettelyt, jotka käynnistetään todennäköisen (uhkaavan) maksukyvttömyyden perusteella ennen kuin yritys on maksukyvytön, sekä tietyin edellytyksin menettelyt, joissa velallinen säilyttää kokonaan tai osittain määräysvallan omaisuuteensa.³²⁴

Keskeisin sääntelyn kohde maksukyvttömyysasetuksessa on ratkaista menettelyn aloittamiseen liittyvään tuomioistuimen toimivaltaan liittyvät kysymykset tilanteissa, joissa yhtiöllä on toimipaikkoja

³²³ Antti Leinonen, Vauhdikkaasti uudelle vuosituhanalle – EU:n yksityisoikeudellisen yhteistyön viimeaikaisesta kehityksestä, Defensor Legis N:o 4/2005, s. 918-920.

³²⁴ Oikeusministeriö, Uudelleenlaaditun maksukyvttömyysasetuksen edellyttämät lainsäädäntömuutokset, OM mietintöjä ja lausuntoja 31/2016, s. 15.

useammassa jäsenvaltiossa. Toimivalta menettelyn aloittamiseen on lähtökohtaisesti sen jäsenvaltion tuomioistuimella, jossa velallisen pääintressien keskus (Centre of main interests, COMI) sijaitsee (3 artiklan 1 kohta). Asetusta sovelletaan, kuten aiemminkin, vain silloin, kun velallisen pääintressien keskus sijaitsee unionin alueella. Pääintressien keskuksen määrittelyä on asetuksessa täsmennetty. Artiklan mukaan pääintressien keskus on paikka, jossa velallinen hallinnoi säännöllisesti intressejään ja joka on kolmansien osapuolten todettavissa.³²⁵

Asetus jakaa menettelyt pää-, sekundääri- ja alueellisiin menettelyihin. Päämenettelyllä tarkoitetaan velallisen pääintressien keskuksessa aloitettua maksukyvyyttömyysmenettelyä, jonka vaikutukset ulottuvat velallisen kaikkeen omaisuuteen. Sekundäärimenettelyllä tarkoitetaan päämenettelyn aloittamisen jälkeen aloitettua paikallista maksukyvyyttömyysmenettelyä. Alueellisella menettelyllä tarkoitetaan paikallista maksukyvyyttömyysmenettelyä tilanteissa, jossa päämenettelyä ei ole aloitettu.³²⁶

Asetuksen soveltamisalaan kuuluvat menettelyt luettelaa tyhjentävästi asetuksen liitteessä A. Tähän liitteeseen kukin jäsenmaa on voinut osaltaan vaikuttaa ennalta määrittäen maksukyvyyttömyysasetuksen soveltamisen piiriin luettavat menettelyt.

Ison-Britannian osalta Scheme of Arrangement -menettely on tietoisesti jätetty maksukyvyyttömyysasetusten soveltamisalan ulkopuolelle. Tämän puolesta voidaan esittää useita argumentteja. Huolimatta siitä, että menettelyissä voidaan sinänsä puuttua yhtiön velkojen asemaan, menettelyt ovat lähtökohdiltaan yhtiöoikeudellisia prosesseja, joissa arvioidaan tarvetta yhtiön ja sen yhden tietyn tai useamman keskeisen sidosryhmän kanssa tehtävälle kompromissille tai järjestelylle osake- tai velkainstrumenttiin liittyen. Menettelyjä voidaan toteuttaa tilanteissa, joissa ei ole mitään liitännäisyyttä mahdolliseen maksukyvyyttömyystilanteeseen, esimerkiksi julkisia yhtiöitä koskevissa takeover-tilanteissa.

On toki mahdollista, että maksukyvyyttömyysmenettely yhdistetään joissain tilanteissa Scheme of Arrangement -tyyppiseen yhtiöoikeudelliseen menettelyyn tai toisin päin. Englannin oikeuskäytännössä näin tapahtuu esimerkiksi tilanteissa, joissa maksukyvyyttömyysmenettelyn selvitysmies näkee tarvetta saneerausohjelmaan sisältyvälle velkakonversio -menettelylle. Tällöin maksukyvyyttömyysoikeudelliseen administration-menettelyyn yhdistettävässä yhtiöoikeudellisessa Scheme-menettelyssä voidaan hyväksyä saneerausohjelmaan liittyvät liiketoiminta- ja varallisuussirrot. Näissä tilanteissa tulee luonnollisesti menettelyyn liittyvässä administration-prosessissa noudattaa maksukyvyyttömyysasetuksen sääntöjä, millä saattaa olla välillinen vaikutus myös Scheme-menettelyyn.

³²⁵ Idem, s. 16.

³²⁶ Idem, s. 17.

OSA IX UUELLEENJÄRJESTELYN MENETTELYSÄÄDÖSTEN MAHDOLLISET VAIKUTUKSET LAINSÄÄTÄMISJÄRJESTYKSEEN

1. Alustavia valtiosääntöoikeudellisia lähtökohtia

Mietittäessä lainsäädäntöä, jonka perusteella olisi mahdollisuus puuttua yhtiön osakkeenomistajan tai velkojan asemaan, tulee lainsäädäntöä arvioida parustuslain omaisuuden suojan kannalta. Arviointi on tällöin *de lege ferenda* -perusteista, poiketen nykyisten normien *de lege lata* -perusteisesta perustuslainmukaisuuden arvioinnista.

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettely olisi edellä EMCA:n mallilain perusteella hahmotellun normiston mukaisesti mahdollinen, mikäli on tarve harkita yhtiön ja sen osakkaiden tai näiden tietyn luokan tai yhtiön ja sen velkojen tai näiden tietyn luokan kanssa tehtävää kompromissia tai järjestelyä. Menettely edellyttää selkeän määräenemmistön (2/3) kannatusta kaikissa niissä osakkeiden ja velkojen luokissa, joita järjestely koskee, sekä tuomioistuimen harkintaa ja vahvistusta ehdotetun menettelyn toteuttamiselle.

Kansainvälisten esimerkkien mukaisesti menettelyssä ei ole rajoitusta sille, mitä ehdotettu kompromissi tai järjestely voi sisältää. Menettelyn vahvistavassa yhtiöoikeudellisessa prosessissa tulee erikseen arvioitavaksi yhtiön intressissä olevan, ja kunkin osake- ja velkojaluokan, jota esitys koskee, vaadittavan enemmistön kannattaman, järjestelyn objektiivinen lainmukaisuus. Näin menettely voisi tuomioistuimen päätöksellä velvoittaa myös sitä vastaan äänestäneitä tai äänestyksestä pidättäytyneitä osakkaita tai velkojia.

Menettelyn keskeisenä rationa on turvata oikeussuojaa yhtiölle, sekä tilanteesta riippuen, sen kunkin velkojen tai osakkaiden luokkien enemmistölle, jotta saataisiin toteutetuksi luokan parhaaksi katsoma kompromissi tai järjestely yhtiön velkoja ja / tai osakkeita koskevaan uudelleenjärjestelyyn liittyen. Harkintansa perusteella tuomioistuin voi asian loppukäsittelyssä velvoittaa järjestelyn sitovan myös ehdotusta vastaan äänestäneitä tai äänestykseen osallistumattomien osakkaiden osakkeita tai velkojen velkoja, edellyttäen että vaadittu kannatus on saatu kustakin luokasta, jota ehdotettu menettely koskee. Menettelyssä osakkeiden tai velkojen luokkajakoa koskevat periaatteet edellyttävät edelleen velkojen tai osakkaiden jakamista äänestämistä varten eri luokkiin siten, että ne osakkeet ja/tai velat, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan, joko lähtökohdiltaan, omistajien ja tai velkojen aseman tai ehdotetun menettelyn perusteella tulevien oikeuksien kautta, äänestävät erikseen.

Suomalaisessa järjestelmässä säädettävien lakien perustuslainmukaisuus tulee arvioitavaksi eduskunnan perustuslakivaliokunnassa. Ehdotetun lainsäädännön edetessä tulee perustuslakivaliokunta mahdollisesti ottamaan kantaa lainsäätämisyjärjestykseen. Omaisuudensuojajärjestelmän lisäksi muiden valtiosääntöoikeudellisten kysymysten, esimerkiksi kansainvälisoikeudellisten sijoittajasuojasopimusten arviointi menettelyyn liittyen ei ole välttämätöntä, sillä uudelleenjärjestelymenettely ei eroa poikkeavasti muista sijoittajan oikeuksiin yleisesti kohdistuvista menettelyistä.

Suomalainen valtiosääntöoikeudellinen omaisuudensuojajärjestelmä on vaikeasti hahmotettava mekanismi, joka on kehittynyt toisaalta sekä perustuslain muutosten yhteydessä, että toisaalta perustuslakivaliokunnan tulkintojen kautta. Saraviidan kuvauksen mukaisesti merkittävin vuonna 1995 toteutetun ja vuonna 2000 toistetun perusoikeusjärjestelmän tulkintalinjaus muodostuu uusista, perusoikeuksista sääntelyn tavallisella lailla mahdollistavista säännöistä. Säännöstöä hahmoteltiin jo hallituksen esityksessä vuonna 1993 (HE 309/1993)³²⁷, mutta perustuslakivaliokunta viimeisteli sen perusoikeusuudistuksesta antamassaan mietinnössä. Säännöstö koskee kaikkia perusoikeussäännöksiä. Omaisuudensuojasta oli aikaisemmin kehitetty tulkintajärjestelmä, jonka mukaisesti omaisuuden käyttörajoitusten tuli olla ”kohtuullisia”, ”järkeviä” ja ”yhteiskuntakehitykseen soveltuvia”. Uudessa tulkintajärjestelmässä sovelletaan ensisijaisesti uusia yhtenäisiä perusoikeuksien rajoittamisjärjestelmän sääntöjä ja tarvittaessa toisessa vaiheessa vielä vanhoja omaisuuden käyttörajoitussääntöjä.³²⁸

Pekka Länsineva on kuvannut perusoikeusuudistuksen jälkeistä tulkinnallista kehitystä todeten, että omaisuudensuojan hallitseva asema suhteessa muihin perusoikeuksiin on jäänyt historiaan, eivätkä omaisuudensuojateemat ole enää hallitsevassa asemassa valiokunnan harjoittaman perustuslaillisuuden valvonnan kokonaisuudessa. Hän luonnehtiikin nykytilannetta, että omaisuudensuojasta on tullut yksi perusoikeus muiden joukossa, ei enempää eikä vähempää.³²⁹

Tulkinnassa tulee huomiotavaksi perustuslain 15 §:n kaksiosaisuus, ensimmäinen momentti sisältää omaisuudensuojan yleissäännöksen ja toinen momentti omaisuuden pakkolunastusta koskevan erityissäännöksen eli yksilöidyn lakivarauksen.³³⁰ Pakkolunastus on perustuslainmukaista, mikäli se tapahtuu lain nojalla, yleisen tarpeen toteuttamiseksi ja täyttää korvausta vastaan. Vastakohtaispäättelyllä tästä on johdettavissa normi, jonka mukaan sellainen pakkolunastus, joka ei perustu lakiin, tai yleiseen tarpeeseen tai jossa lunastettavasta omaisuudesta ei suoriteta täyttää korvausta, ei ole perustuslain kanssa sopusoinnussa.

Suomen perustuslain omaisuudensuojan ohella omistusoikeuden suojaan liittyvää velvoittavaa sääntelyä on kansainvälisten ihmisoikeussopimusten tasolla, erityisesti Euroopan ihmisoikeussopimuksen (”EIS”) ensimmäisen lisäpöytäkirjan 1 artiklassa.³³¹ Edelleen EU-oikeuden järjestelmässä omaisuudensuojalle tunnustetaan perusoikeuden asema, joka on sisällytetty EU:n perusoikeuskirjan 17 artiklaan. Länsineva

³²⁷ Hallituksen esitys Eduskunnalle perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta 309/1993.

³²⁸ Ilkka Saraviita, Yrittäjyyden perusoikeussuoja, Edilex 2001.

³²⁹ Pekka Länsineva, Omaisuudensuoja, teoksessa Perusoikeudet, Pekka Hallberg toim., WSOYPro Oy, 2011, s. 551-552.

³³⁰ Idem, s. 552.

³³¹ EIS, SopS 18-19/1990.

tiivistää, että omaisuuden käsitettä tulkitaan useimpien järjestelmien piirissä suhteellisen laveasti ja hyvin monenlaisten varallisuusetujen katsotaan lähtökohtaisesti kuuluvan omaisuuden suojan piiriin. Toisaalta omaisuudensuojaan liitetään ajatus ns. sosiaalisesta sidonnaisuudesta, jolla viitataan siihen, että omistamiseen liittyy myös sosiaallisia velvoitteita. Omaisuudensuojalle voidaan muutoinkin sanoa olevan ominaista jossain määrin muita perusoikeuksia pidemmälle menevä joustavuus ja säänneltävyys.³³²

Omaisuudensuojan tulkinnassa korostetaan ensinnäkin omaisuudensuojasäännösten tarkoitusta suojata ensi sijassa ihmisyksilöitä. Perustuslain omaisuudensuojan kohteena eivät ole abstraktit sopimussuhteet tai materiaaliset oikeusesineet, vaan ihmisyksilöt ja heidän legitiimit oikeutensa ja odotuksensa. Länsineva viittaa eduskunnan perustuslakivaliokunnan korostaneen käytännössään, että lainsäätäjän liikkumavara säättää pörssiyhtiöihin ja muihin varallisuusmassaltaan huomattaviin oikeushenkilöihin kohdistuvista omaisuuteen puuttuvista toimista on olennaisesti laajempi kuin tilanteissa, joissa puuttumisen vaikutukset kohdistuvat välittömämmin yksilöiden varallisuusetuuksiin.³³³

Edelleen Länsineva korostaa, että omaisuudensuojaan liittyvät soveltamistilanteet eivät rajoitu vain julkisen vallan ja yksityishenkilöiden väliin vertikaalisuhteisiin, vaan säädös voi tulla sovellettavaksi myös horisontaalisesti erilaisten yksityisten toimijoiden välillä. Sekä lainsäätäjä että lainkäyttäjä voivat omaisuudensuojaan liittyvissä tulkintatilanteissa joutua ottamaan huomioon ja sovittamaan yhteen sekä erilaisia yksityisiä että julkisia intressejä.³³⁴ Jo nykyisen tulkintakäytännön huomioima horisontaalisuus liittyy keskeisesti yhtiöoikeudelliseen Uudelleenjärjestelymenettelyyn, jossa konkreettiset tilanteet liittyvät lähtökohtaisesti yksityisten toimijoiden intressien yhteensovittamiseen.

Horisontaalisuuden osalta Länsineva on väitöskirjassaan korostanut yhdenvertaisuusperiaatetta, jolla hänen mukaansa näyttää olevan varsin tärkeä merkitys harkittaessa sitä, kuinka merkittävän roolin perusoikeudet saavat yksityisoikeudellisten oikeussuhteiden arvioinnissa:

*”Liian uskallettua ei ole myöskään väittää, että epäsymmetrisissä oikeussuhteissa vahvemmalla osapuolella saattaa olla velvollisuus kunnioittaa heikompien vastapuoltensa perusoikeuksia pidemmällekin kuin mihin tavallinen lainsäädäntö sen nimenomaisesti velvoittaa. Jos ne nimittäin eivät näin menettele, voi tuomioistuimella olla asiasta nostetun riidan yhteydessä normatiivinen velvollisuus suojata kyseisen heikomman osapuolen perusoikeuksia vahvemman osapuolen vallan väärinkäyttöä vastaan.”*³³⁵

Tämä perustelu perusoikeuden suojaamisvelvoitteesta horisontaalisesti yksityisten välisissä suhteissa tukee esittämäni analogiaa oikeuden väärinkäytön kiellon ja yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn suhteen. ”Vahvempi” osapuoli uudelleenjärjestelymenettelyissä on kuitenkin kääntäen se vähemmistö kustakin osakkaiden tai velkojien luokasta, joka käyttää asemaansa opportunistisesti väärin, pyrkien estämään luokan yhteisessä intressissä olevan järjestelyn toteuttamisen.

³³² Länsineva, 2011, s. 553-554.

³³³ Idem, s. 558.

³³⁴ Idem, s. 560.

³³⁵ Pekka Länsineva, Perusoikeudet ja varallisuussuhteet, Suomalainen lakimiesyhdistys, 2002, s. 105.

Länsineva määrittelee julkiselle vallalle kolme keskeistä edellytystä omaisuudensuojasäännösten toteuttamiselle. Säännöksen toteuttamiseksi ei riitä, että julkinen valta vain kunnioittaa ("respect") yksilön omaisuutta pidättäytymällä kajoamasta varallisuusetuihin ilman hyväksyttävää perustetta ja laajemmin kuin kyseisen perusteen toteuttamiseksi on välttämätöntä. Tämän ohella julkisen vallan tulee aktiivisin toimin suojella ("protect") yksilön omaisuutta muiden toimijoiden loukkauksilta sekä edelleen pyrkiä erilaisin lainsäädännöllisin ja rakenteellisin toimin takaamaan ja luomaan edellytykset ("ensure", "fulfil") kyseisen perusoikeuden tehokkaalle toteutumiselle myös käytännössä. Omaisuuden perustuslainsuojasta voidaan näin myös esimerkiksi johtaa normatiivinen vaatimus ja toimeksianto ylläpitää sekä jatkuvasti kehittää oikeudenmukaista ja tasapuolista varallisuussuhteita koskevaa lainsäädäntöä.³³⁶

Länsinevan kuvauksen mukaisesti omaisuudensuojaan voidaan liittää selkeä dynaamisuus:

*"Omaisuudensuoja edellyttää julkisen vallan ryhtyvän välittömiin lainsäädännöllisiin ja muihin tasapainottaviin toimiin esimerkiksi tilanteissa, joissa yksityisten asunovelallisten tai yksityistakaajien elämän taloudellinen perusta on joukkomittaisesti vaarassa murentua vaikkapa syvän talouslaman aiheuttamien merkittävien olosuhteiden muutosten seurauksena. Tällaisissa poikkeuksellisissa olosuhteissa omaisuudensuoja voi edellyttää lainsäätäjän puuttuvan esimerkiksi luotto- tai takaussopimusten ehtoihin, vaikka oikeussuhteiden pysyvyyden kunnioittaminen kuuluukin omaisuudensuojasäännöksen tulkinnallisiin lähtökohtiin. Voimakkaatkin varallisuussuhteisiin puuttuvat toimenpiteet voivat toisin sanoen olla perustuslain mukaisia ja jopa edellyttämiä tilanteissa, joissa niiden tarkoituksena on palauttaa eri ihmisryhmien välille sellainen kohtuullinen tasapaino, joka ulkoisten olosuhteiden muutosten vuoksi on olennaisesti järkkynyt."*³³⁷

Tutkimuksessani olen pyrkinyt osoittamaan rahoitusmarkkinoiden kehitykseen perustuvan lisääntyvän oikeussuojatarpeen kehittyneille, yritysten osakkeita tai velkoja koskeville järjestelymenettelyille. Vahvistettuun oletukseeni perustuen yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely tuntuisi myös kuvatun dynaamisen omaisuuden suojaamisen lähtöhdista oikeussuojatarpeiden nojalla perustellulta.

2. Analogia oikeuden väärinkäytön kieltoon

Valtiosääntöoikeudellista tarkastelua lähestytään analogialla oikeuden väärinkäytön kieltoa koskevaan Suomen oikeuteen. Uudelleenjärjestelymenettelyn ja oikeuden väärinkäytön analogia perustuu siihen, että uudelleenjärjestelymenettelyn rationa on antaa yhtiölle ja sen kunkin osake- ja velkaluokan enemmistölle mahdollisuus saattaa tuomioistuimen arvioitavaksi, onko perusteita sille, että saman velkai- tai osakeoikeuden haltija voi pitää kiinni oikeuksistaan, jos näin haitataan saman luokan enemmistön oikeuksia tai jopa aiheutetaan enemmistöoikeuksien haltijoille taloudellista vahinkoa. Kysymys on

³³⁶ Idem, s. 563.

³³⁷ Idem, s. 564.

yhtiöoikeudellisesta menettelystä, jossa suojataan yhtiön edun ohella erityisesti yhtiön osakkaan tai velkojan oikeutta.

Suomen perustuslaki ei sisällä mitään erillistä oikeuden väärinkäyttöä kieltävää säännöstä. Sen sijaan Euroopan ihmisoikeussopimuksen 17 artiklassa on ilmaistuna selvä oikeuksien väärinkäytön kieltö³³⁸:

”Minkään tässä yleissopimuksessa ei saa tulkita suovan millekään valtiolle, ryhmälle tai henkilölle oikeutta ryhtyä sellaiseen toimintaan tai tehdä sellaista tekoa, jonka tarkoituksena on tehdä tyhjäksi jokin tässä yleissopimuksessa tunnustettu oikeus tai vapaus tai rajoittaa niitä enemmän kuin tässä yleissopimuksessa on sallittu.”

Ojanen – Scheinin kuvaavat suomalaisten olevan kolmen perus- ja ihmisoikeuksien suojajärjestelmän piirissä. Ensimmäinen näistä on kotimainen perusoikeusjärjestelmä, toisena Suomen kansainväliset ihmisoikeussopimukset (esimerkiksi edellä kuvattu Euroopan ihmisoikeussopimus) ja kolmantena suojajärjestelmä, joka rakentuu Euroopan unionin oikeuden varaan. Jälkimmäinen perustuu erityisesti Nizzassa vuonna 2000 poliittisena julistuksena hyväksyttyyn EU:n perusoikeuskirjaan, jonka oikeudellista sitovuutta perusoikeuskirjan liittäminen EU:n Lissabonin sopimukseen edelleen vahvisti.

Suomen osalta Euroopan ihmisoikeussopimus on saatettu voimaan niin kutsutulla blankettilailla.³³⁹ Näin ollen sen määräykset, mukaan luettuna edellä mainittu oikeuden väärinkäytön kieltö, ovat suoraan osa Suomen valtiosisäistä oikeutta samansisältöisenä kuin se velvoittaa Suomea kansainvälisen oikeuden tasolla.³⁴⁰ EU-oikeuden puolella perusoikeuskirja (EUVL 14.12.2007 C 303) kuuluu EU:n niin sanottuun primäärioikeuteen ja syrjäyttää sen kanssa ristiriidassa olevat EU:n lainsäädäntötoimet, kuten asetukset ja direktiivit.³⁴¹ Tämän ohella Euroopan Unionissa on ollut pitkään vireillä hanke EU:n liittymisestä Euroopan ihmisoikeussopimukseen, jolloin siitä olisi tullut myös suoraan EU:n primäärioikeutta. Tätä ei ole kuitenkaan toistaiseksi onnistuttu toteuttamaan.

Tuula Linna on kuvannut oikeuden väärinkäytön kieltöä yleiseksi ja varsin vakiintuneeksi Suomen oikeudelliseksi periaatteeksi. Etenkin siviilioikeudessa periaate on kiistaton (ja kasvavan mielenkiinnon kohteena), mutta sillä on merkitystä myös muilla oikeudenaloilla. Linna viittaa myös oikeuskäytäntöön, jossa periaate on ollut nimenomaisesti mainittuna ratkaisuperusteena, vaikkakin harvoin. Periaatetta sovellettiin esimerkiksi ratkaisussa KKO 1991:148, jossa oli kysymys first demand -takauksen velvoittavuudesta sekä tapauksessa KKO 2003:126, missä sitä sovellettiin lapsen huoltoja ja tapaamisoikeutta koskevassa tapauksessa.³⁴²

³³⁸ Euroopan Ihmisoikeussopimus, 17 artikla, SopS 85-86/1998.

³³⁹ Laki ihmisoikeuksien ja perusvapauksien suojaamista koskevan yleissopimuksen yhdenmutoista pöytäkirjan eräiden määräysten hyväksymisestä (85/1998).

³⁴⁰ Tuomas Ojanen – Martin Scheinin, Kansainväliset Ihmisoikeussopimukset ja Suomen Perusoikeusjärjestelmä, teoksessa Perusoikeudet, Pekka Hallberg toim., WSOYPro Oy, 2011, s. 171-195.

³⁴¹ Allan Rosas, Perus- ja ihmisoikeudet EU-oikeudessa, teoksessa Perusoikeudet, Pekka Hallberg toim., WSOYPro Oy, 2011, s. 197-213.

³⁴² Idem, 622 ja tapauselostukset KKO 1991:148 sekä KKO 2003:126.

Eurooppalaisessa siviilioikeudessa periaate on ilmaistuna eri muodoissa, erityisesti shikaanin kieltona; esimerkiksi Saksan BGB 226 § toteaa seuraavasti:

*“Die Ausübung eines Rechts ist unzulässig, wenn sie nur den Zweck haben kann, einem anderen Schaden zuzufügen.”*³⁴³

Vapaasti käännettynä lainkohta toteaa oikeuden käyttämisen olevan laitonta, mikäli sen ainoana tarkoituksena on aiheuttaa vahinkoa kolmannelle. Valtiosääntöoikeuden kannalta oikeuden väärinkäytön kieltoa on tarkastellut pro gradu -tutkimuksessaan Pekka Kääriäinen, joka tutkimuksensa tiivistyksenä kuvaa:

*”Kielto vaikuttaa perusoikeusjärjestelmäämme erityisesti kahdella eri tavalla. Ensimmäinen perustuslain 22 § asettaa julkiselle vallalle aktiivisen veloitteen turvata perus- ja ihmisoikeuksien toteutuminen. Oikeuksien väärinkäytön kielto sisältyy käytännössä kaikkiin keskeisimpiin Suomea sitoviin kansainvälisiin ihmisoikeussopimuksiin ja sen on katsottava olevan osa sitä ihmisoikeuksien muodostamaa kokonaisuutta, joiden turvaamiseen julkinen valta on perustuslain nojalla velvoitettu. Lisäksi kansainvälisen ihmisoikeusjärjestelmän luonteesta seuraa, että ihmisoikeudet asettavat kansalliselle perusoikeusjärjestelmälle sen vähimmäistason, jonka perusoikeuksien on vähintään täytettävä. Oikeuksien väärinkäytön kiellon on katsottava kuuluvan myös tähän vähimmäistasoon sillä perusteella, että Suomi on useiden ihmisoikeussopimusten välityksellä sitoutunut noudattamaan kieltoa. Toiseksi, kansainvälinen oikeuskäytäntö on osoittanut, että oikeuksien väärinkäytön kieltoa sovelletaan myös oikeuksien rajoittamisen sallittavuutta koskevan arvioinnin yhteydessä. Myös valtiosääntöoikeuden yleiset opit perusoikeuksien rajoittamista koskien mahdollistavat oikeuksien väärinkäytön kiellon tällaisen epäsuoran huomioimisen. Lisäksi on syytä korostaa, että perus- ja ihmisoikeudet ovat perusoikeusudistuksen myötä sisällöllisesti hyvin lähellä toisiaan. Perustuslakivaliokunta on tästä johtuen korostanut tarvetta perusoikeuksien ja ihmisoikeuksien tulkinnalliselle harmonisoinnille. Erityisesti sananvapautta ja kokoontumis- ja yhdistymisvapautta koskevia perusoikeuksia tulkittaessa tulisi siten huomioida myös Suomea sitovien kansainvälisten ihmisoikeussopimusten soveltamiskäytäntö, myös oikeuksien väärinkäytön epäsuoran soveltamisen osalta. Tällä on erityisesti merkitystä silloin, kun toiminnan katsottaisiin olevan luonteeltaan sellaista, että relevantin perusoikeuden soveltamisalan ulkopuolelle sulkeminen merkitsisi liian voimakasta puuttumista perusoikeuksiin.”*³⁴⁴

Linna on artikkelissaan arvioinut oikeuden väärinkäytön kiellon ulottuvuutta myös perustuslain näkökulmasta. Hänen kuvauksensa mukaisesti perusoikeuksia voidaan suhteellistuttaa eri tekniikoilla; perusoikeussäännöksiin sisältyvillä rajoituslausekkeilla, rajoitusedellytysharkinnalla sekä perusoikeuksien keskinäisellä punninnalla. Linna toteaa, että oikeuden väärinkäytön arviointi mainittujen rajoitusedellytysten avulla on ongelmallista, etenkin perusoikeuden ydinalueen koskemattomuuden vaatimus tulee outoon valoon; – onko mielekästä pohtia, rajoitetaanko esimerkiksi omistusoikeuden

³⁴³ Bürgerliches Gesetzbuch, 226§.

³⁴⁴ Pekka Kääriäinen, Oikeuksien väärinkäytön kielto ja sen asema Suomen perusoikeusjärjestelmässä, Pro Gradu, Helsingin Yliopisto, Oikeustieteellinen tiedekunta, lokakuu, 2018.

ydinaluetta, jos koko arvioitava omistusjärjestely on oikeuden väärinkäyttöä ja siten lähtökohtaisesti ”kelvoton”.³⁴⁵

Linnan arvion mukaisesti nykyisillä rajoitusedellytyksillä tai perusoikeuksien keskinäisellä punninnalla ei kyetä onnistuneesti arvioimaan oikeuden väärinkäyttötilanteita. Myös Mikael Hidén on todennut, että nykyisen rajoitusperusteiden luettelon painopiste on muualla kuin perusoikeuksien suojan materiaalsen rajan asettamisessa ja sen noudattamisen valvonnassa.³⁴⁶ Hän korostaa edelleen:

*”Kaavamainen kiinnittyminen kyseiseen listaan saattaa johtaa unohtamaan perustuslakivaliokunnan listan yhteyteen liittämän »esimerkiksi» -näkökohdan, toisin sanoen sen, että listaa ei ollut tarkoitettu tyhjentäväksi, vaan sen ulkopuolella voi olla – ja pitää voida vapaasti kehittyä – myös muita näkökohtia.”*³⁴⁷

Linna huomauttaa, ettei rajoitusedellytysten tarvitsekaan venyä aineellisen perusoikeussuojan ulottuvuuden määrittämiseen:

*”Perusoikeuksien rajoitusedellytykset ja perusoikeussuojan ulottuvuus ovat eri asioita.”*³⁴⁸
*”Oikeuden väärinkäytön kieltä on eräänlainen perus- ja ihmisoikeuden suojan ulottuvuutta koskeva ’lukuohje’, mutta se ei kuitenkaan saa johtaa perusteettomaan perusoikeussuojasta tinkimiseen.”*³⁴⁹

Kun edelleen voidaan todeta, että minkään säännöksen rationa ei voi olla toisen oikeuden loukkaaminen, olemme Linnan arvion mukaisesti kiertyneet oikeuden väärinkäytön kriteeristön alkulähteille.

*”Ilman perustuslain säädöstäkin – yleisen periaatteen ’voimalla’ – oikeuden väärinkäytön kieltä voi olla eräs tekijä silloin kun rajataan perusoikeuden suojan ulottuvuutta. Perusoikeussuojan ulkopuolelle rajataan toimet, joilla loukataan toisten perusoikeuksia tai perusoikeusjärjestelmän perusarvoja. Kuten EIS 17 artiklaa oikeuksien väärinkäyttämisen kiellosta ja aineellisia ihmisoikeuksia, myös oikeuden väärinkäytön kiellon periaatetta tulisi lukea yhdessä toimintavapautta turvaavien perusoikeussäännösten kanssa.”*³⁵⁰

Huomioiden muun muassa EIS 17 artiklan kautta saatava lisätuki, on oikeuden väärinkäytön kieltä -oikeusperiaatteen katsottava nykyisin kuuluvan siihen vähimmäistasoon, jonka perusoikeuksien on vähintään täytettävä.

Perustuslakivaliokunnan lausunnossa liittyen valtioneuvoston kirjelmään eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksesta verkossa tapahtuvan terroristisen sisällön levittämisen estämisestä on myös viittaus oikeuksien väärinkäytön kieltoon. Vaikka viittaus ei liity

³⁴⁵ Tuula Linna, Oikeuden väärinkäytön kieltä ja sen sovelluksia, Lakimies 4/2004, s. 625.

³⁴⁶ Mikael Hidén, ”Normaali, kohtuullinen ja järkevä” sekä muita kuvauksia, LM 2002, s. 1168-1184.

³⁴⁷ Idem, s. 1183.

³⁴⁸ Tuula Linna, Oikeuden väärinkäytön kieltä ja sen sovelluksia, Lakimies 4/2004, s. 626.

³⁴⁹ Idem, s. 628.

³⁵⁰ Idem, s. 628.

omaisuuden suojan kontekstiin, lausunnosta ilmenee valiokunnan käsitys periaatteen yleisestä vaikutuksesta:

”Asetusehdotus on merkityksellinen erityisesti perustuslain 12 §:ssä, Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10 artiklassa ja EU:n perusoikeuskirjan 11 artiklassa turvatun sananvapauden kannalta. Perustuslakivaliokunta kiinnittää huomiota myös ihmisoikeussopimuksen 17 artiklaan ja perusoikeuskirjan 54 artiklaan sisältyvään oikeuksien väärinkäytön kieltoon, joka valiokunnan käsityksen mukaan osaltaan vahvistaa asetuksen hyväksyttävyyttä perus- ja ihmisoikeuksien kannalta. Ehdotettu sääntely ei valiokunnan mielestä ole sananvapauden kannalta ongelmallista siltä osin kuin sen voidaan katsoa puuttuvan välittömästi ja yksinomaan terroristiseen viestintään internetin säilytyspalveluiden avulla (ks. myös PeVL 40/2017 vp, s. 4, ja yhdistymisvapauden osalta PeVL 7/2002 vp, s.3/II ja PeVL 10/2000 vp, s. 3).”³⁵¹

3. Suomalainen oikeuskäytäntö: Painava taloudellinen syy, suunnattu osakeanti ja KKO:2018:19

Suomalaisesta vuoden 2018 oikeuskäytännöstä on löydettävissä tyypilliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn rinnastettava analoginen ratkaisu KKO:2018:19. Siinä tuomioistuimien päätyi ensisijaisesti yhtiön etuun – ja sen mukaisesti tuomioistuimen käsityksen mukaan kaikkien osakkeenomistajien etua edistävään ratkaisuun – perustuvan menettelyn hyväksymiseen sen sijaan, että olisi edellyttänyt suoraan yhtiöoikeutemme sinänsä turvaamaa osakkaiden yhdenvertaisuuden periaatteeseen perustuvaa osakkaiden merkintäetuoikeutta.

Arvioinnissaan KKO painotti muun muassa seuraavaa:

”Korkein oikeus toteaa, että suunnattu osakeanti jo sinänsä merkitsee poikkeusta osakeyhtiölain 9 luvun 3 §:ssä säädetystä osakkeenomistajien etuoikeudesta osakeannissa annettaviin osakkeisiin. Mainitun luvun 4 §:ssä suunnatun osakeannin edellytykseksi on säädetty ainoastaan, että sille on yhtiön kannalta painava taloudellinen syy, ja lisäksi lainkohdassa on edellytetty, että suunnatun annin hyväksyttävyyttä arvioitaessa kiinnitetään erityistä huomiota osakkeen merkintähinnan ja käyvän hinnan suhteeseen. Osakeyhtiölain 1 luvun 7 §:ssä säädetty osakkeenomistajien yhdenvertaisuus on kuitenkin osakeyhtiölain keskeisenä periaatteena otettava myös huomioon suunnatun osakeannin hyväksyttävyyttä arvioitaessa. Selvää esimerkiksi on, että painavana taloudellisena syynä ei voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista, kuten kohdassa 23 selostetuissa osakeyhtiölain esitöissäkin on todettu. Kuitenkin jos suunnatulle

³⁵¹ PeVL 43/2018, s. 2.

osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhtiön edun mukainen toimi on nimittäin lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.”³⁵²

Tapausta käsittelevässä kommentaarissaan Seppo Villa on arvioinut siinä korostunutta yhtiön painavan taloudellisen syyn perustetta seuraavasti:

”Suunnattu osakeanti vaikuttaa osakkeenomistajien välisiin suhteisiin. Tästä syystä painavan taloudellisen syyn vaatimus kytkeytyy yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamiseen. On selvää, että yhdenvertaisuusperiaatteen rooli korostuu, jos osakeanti suunnataan yhtiön tietyille osakkeenomistajille tai näiden lähipiiriin kuuluville henkilöille. Kiellettyä sekään ei ole, mutta perustelujen on oltava sitä vahvemmat, mitä voimakkaammin suunnattu osakeanti näyttäisi olevan ristiriidassa yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa. Painavan taloudellisen syyn arviointi on tehtävä konkreettisesti ottamalla huomioon yhdenvertaisuusperiaate sekä sen suhde yhtiön etuun sekä sen kaikkien osakkeenomistajien yhteiseen etuun. Yhdenvertaisuudesta poikkeaminen voi olla suunnatun osakeannin kohdalla perusteltua, jos osakeanti on kokonaisuutena arvioiden yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukaista. Kaikkien osakkeenomistajien yhteinen etu on hyvin vaikeasti hahmotettavissa. Se ei ainakaan ole yksittäisten osakkeenomistajien preferenssien summa, vaan sen ajatellaan hahmotettavan yhtiön edun mukaisuuden avulla.”³⁵³

KKO:n ratkaisu asiassa ei ollut helppo, mikä ilmeni myös siitä, että enemmistön kannasta poiketen kaksi oikeusneuvosta ja tapauksen esittelijä katsoivat kyseessä olleen yhtiön sisäisten valtasuhteiden järjestelämisestä, minkä vuoksi anti olisi ollut OYL 1:7 §:n mukaisesti omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Edellä kuvatun ratkaisun voi katsoa edustavan saman tyyppistä yhtiön etua korostavaa yhtiö ja sopimus - oikeudellista ajattelua, jota olen kuvannut Saksan oikeuden kohdalla.³⁵⁴ Saman tyyppinen yhtiön etua korostava harkinta ilmenee osin tapauksessa KKO 2015:105, jossa oli kysymys vähemmistöomistajien oikeudesta niin kutsuttuun vähemmistöosinkoon. Tapauksessa KKO katsoi, että konserniavustuksen yhtiöoikeudellisen hyväksyttävyyden arviointi on perustettava tapauskohtaiseen harkintaan, jossa on otettava huomioon yhtäältä yhtiön ja konsernin kokonaisuus, toisaalta myös vähemmistöosakkeenomistajien suoja. Emoyhtiön täysin omistamalleen tytäryhtiölle suorittaman, verotuksessa ja kirjanpidossa asianmukaisesti käsitellyn konserniavustuksen yhtiöoikeudellisen hyväksyttävyyden arvioinnin kannalta ratkaisevia ovat avustuksen liikeloudelliset perusteet, joiden ohella on otettava huomioon myös vähemmistöosakkeenomistajien oikeudet.³⁵⁵

³⁵² KKO:2018:19, s. 30.

³⁵³ Seppo Villa, Suunnattu osakeanti ja painava taloudellinen syy: KKO:2018:19, Defensor Legis 2018/4, 722-728.

³⁵⁴ Saksalaista ajattelua kuvattu jaksossa I.2.9.

³⁵⁵ KKO: 2015:105, 24.

Viitaten näiden kahden tapauksen muodostamaan oikeuskäytäntöön Villa on todennut kokoavasti, että yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole, eikä sen pidäkään olla, yhtiön kokonaisedun taklaaminen yhtiön (vähemmistö)osakkeenomistajan subjektiivisten intressien perusteella. Yhdenvertaisuusperiaate oli ainakin KKO 2018:19 tapauksessa toissijainen suhteessa toimimiseen yhtiön kokonaisedun (liiketaloudellisen perusteen) mukaisesti.³⁵⁶ Tämä vastaa KKO perusteluissa korostamaa kantaa: *”[j]os suunnatulle osakeannille on yhtiön kokonaisedun kannalta todellinen painava taloudellinen syy, lähtökohtana voidaan yleensä pitää, että anti ei loukkaa myöskään yhdenvertaisuusperiaatetta. Yhtiön edun mukainen toimi on nimittäin lähtökohtaisesti kaikkien osakkeenomistajien yhteisen edun mukainen.”*³⁵⁷

Vahtera on arvioinut tapausta kriittisemmin viitaten osakeyhtiölain perusteluihin. Osakeyhtiölain perusteluiden mukaan painavana taloudellisena syynä ei koskaan voida pitää osakekaupoista johtuvien muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.³⁵⁸ Tähän viitaten Vahtera toteaa, että kun suunnatun annin tarkoitus oli edesauttaa yksityisten vähemmistöomistajien osakkeiden lunastamista ja saada yhtiö kokonaisuudessaan kuntaomisteiseksi, olisi suunnattua osakeantia koskeva päätös helposti katsottavissa yhdenvertaisuusperiaatteen vastaiseksi. Edelleen hän toteaa olevan haasteellista löytää suunnatulle osakeannille muita perusteita kuin vähemmistön osakkeiden lunastamisprosessin edistämisen, joka vahvistaa enemmistössä olevien kuntaomistajien asemaa. Näin ollen pelkkä suunnattujen osakkeiden merkintähinnan käypä arvo ei riitä tekemään annista hyväksyttävää.³⁵⁹ Vahtera viittaa kuitenkin myös enemmistön kannan puolesta tukevin argumentteina toisaalta siihen, että menettely mahdollisti yhtiön ennalta yli 99-prosenttisesti omistaneille kuntaomistajille yhtiön toiminnan järjestämisen kuntien sidosyksikkönä sekä toisaalta siihen, että kuntaomistajat olisivat voineet vaihtoehtoisesti siirtää jo ennen antia omistuksensa keskitetyksi yksittäisen kunnan omistukseen, joka olisi voinut lunastaa yksityiset vähemmistöosakkaat pois. Järjestely ei tämän mukaisesti aiheuta vähemmistölle mitään oikeudenmenetystä.

Tapausta voidaan arvioida myös sen pohjalta, miten sen ratkaisuun olisi vaikuttanut, jos Suomen yhtiöoikeuteen olisi sisältynyt uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat säännökset. Tässä tilanteessa osapuolet olisivat voineet saattaa järjestelyn ennakolta tuomioistuimen arvioitavaksi, jolloin ratkaisu asiassa olisi vähintään saatu aikaisemmassa vaiheessa ilman järjestelyn toteuttamiseen liittyvää epävarmuutta. Tapauksen ratkaisu ei tässä(kään) tapauksessa olisi ollut helppoa ja sitä tulisi arvioida valitun transaktion toteutusmallin perusteella. On tärkeää muistaa, että Scheme-menettelyn luokkajaon mukaisesti kustakin osakkeenomistajien tai velkojien ryhmästä, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan, tulee menettelyä koskevia äänestyksiä varten muodostaa oma luokka. Käytettäessä Scheme-menettelyä esimerkiksi vähemmistöomistuksen lunastamiseen yhtiössä, tulee niistä osakkeenomistajista, joiden osakkeita hankitaan, muodostaa lähtökohtaisesti äänestystä varten menettelyssä oma luokka. Tällöin määräenemmistön kannatus tulee saada myös tästä luokasta.

³⁵⁶ Seppo Villa, 2018, s. 728.

³⁵⁷ KKO: 2015:105, 24.

³⁵⁸ HE 109/2005, s. 102.

³⁵⁹ Veikko Vahtera, KKO 2018:19, Suunnatun annin hyväksyttävyyden, Lakimies 6/2018, Oikeustapauskommentti, s. 783-785.

4. Englannin oikeuden malli

Englannin oikeus lähestyy kysymystä Scheme of Arrangement -perusteisen velkoihin ja osakkeisiin liittyvien oikeuksien muuttamisesta myös oikeudenmukaisuuden näkökulmasta. Tuomioissa toistuvan perusteen mukaan järjestelyn tulee olla asianomaisen luokan järkevän ja omaa etuaan huomioivan edustajan hyväksyttävissä:

*“the arrangement is such as an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve.”*³⁶⁰

Perusteluissa korostetaan edelleen lakiin perustuvien muodollisten edellytysten täyttymisen ohella sitä, että menettelyihin liittyvissä äänestyksissä päätökset on tehty *bona fide* -perusteisesti kunkin luokan etujen edistämiseksi:

*“[t]he statutory majority are acting bona fide and are not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class whom they purport to represent.”*³⁶¹

Englannin oikeuden osalta on edelleen huomionarvoista, että edellä kuvatuilla oikeudenmukaisuusperusteilla voidaan tuomioissa hyväksyä jopa vakuudellisiin velkoihin tai niiden vakuuksiin liittyvien oikeuksien muuttaminen, huolimatta siitä, että tämä ei ole lähtökohtaisesti mahdollista Englannin oikeuden maksukyvyttömyysmenettelyissä. Paynen kuvauksen mukaisesti:

*“So, one benefit of schemes is that, in contrast to administration (and CVAs) they enable a cramdown (within a class) of all creditors, including secured creditors, to take place.”*³⁶²

Englannin oikeuden ratio menettelylle noudattaa pitkälle oikeuden väärinkäytön kiellon perustelua. Oikeudenmukaisuuden lähtökohdista katsotaan perustelluksi olevan mahdollista estää vähemmistöä toimimasta yhtiön ja, tilanteesta riippuen, joko yhtiön osakkaiden tai velkojien yhteisen intressin vastaisesti heikentäen luokan yhteistä taloudellista asemaa.

Edellä kuvattiin esimerkkiä, jossa vähemmistöasemassa oleva velkoja voisi opportunistisella toiminnallaan aiheuttaa samaehtoisille vakuudellisille kanssavelkojilleen merkittävää taloudellista vahinkoa tilanteissa, joissa toiminta ajaa yhtiön saneerausmenettelyn sijaan konkurssiin ja konkurssissa yhtiön going concern -perusteisen liiketoiminnan loppumisen vuoksi saatavan ja siihen liittyvän vakuuden arvo alentuisi merkittävästi. Esimerkin kautta pyrin vahvistamaan oikeudenmukaisuusargumentaatiota perusteluna mahdollisuudelle antaa tuomioistuimelle harkintavaltaa järjestellä osakkeiden ohella kaikkia yhtiön vastuita, mukaan lukien yhtiön vakuudellisia luottoja tai vakuuksia.

³⁶⁰360 Re Anglo American Insurance Co Ltd [2001] 1 BCLC 755; Re Hawk Insurance Co Ltd [2001] EWCA Civ 241.

³⁶¹361 Idem.

³⁶²362 Jennifer Payne, 2014, s. 240.

5. Saksan sopimusoikeudellinen ajattelu ja ehdotettu uusi taksonomia

Analogiaa oikeutukselle puuttua osakkeeseen tai velkainstrumenttiin perustuviin oikeuksiin niiden vähemmistön kannan vastaisesti voidaan hakea myös modernista saksalaisesta sopimusoikeudesta.

Saksan yksityisoikeus mahdollistaa ensinnäkin sopimusten uudelleen neuvottelemisen odottamattomissa tilanteissa ja tarvittaessa sallii tuomioistuimen vahvistavan uuden sopimuksen sisällön niissä tilanteissa, joissa sopimuspuolet eivät pääse itse ratkaisuun sopimuksen sisällöstä.³⁶³ Madaus kuvaa tätä menettelyä seuraavasti:

“However, all jurisdictions balance to some degree the strict Canon law principle of ‘pacta sunt servanda’ with the competing principle of the ‘clausula rebus sic stantibus’ which stipulates that ‘a contract is binding only as long and as far as matters remain the same as they were at the time of conclusion of the contract’. A recent comparative analysis does indeed show that there has ‘been a universal consensus in favour of a more flexible model in Germany’ in recent law reforms. Under this model, stipulated in section 313 of the German Civil Code, an unexpected change of circumstances enables the party disadvantaged by the development to renegotiate contract terms and, if these negotiations fail, authorize the judge to solve the dispute by determining the new contract content. Thus, a judge may intervene in a contract, but only in order to assist the contractual parties to arrive at the solution that they should have agreed to by themselves if they were acting in good faith. Juana Pulgar recognized in 2014 that such a judicial power under contract law may allow for a ‘contractual approach’ to overindebted individuals outside of insolvency proceedings.”

Tässä Madauksen ehdottamassa uudessa taksonomiassa jaotellaan erikseen oikeussystemaattisesti maksukyvyttömyysosoikeudelliset menettelyt ja restructuring-uudelleenjärjestelymenettelyt.³⁶⁴ Näistä ensimmäisessä primääritavoite on ratkaista riittämättömien varojen jaon ongelma (“common pool problem”) ja jälkimmäisessä puolestaan edistää, tarvittaessa tuomioistuimen myötävaikutuksella sopimusperusteista ratkaisua yhtiön ja sen keskeisten intressitahojen välillä. Hän tiivistää taksonomian seuraavasti:

“The new taxonomy would describe two different outcomes supported by two different procedures governed by two different sets of rules. A liquidation of the estate would be the outcome of insolvency proceedings which respond to the present insolvency of the debtor under insolvency law rules and principles. In contrast, a restructuring agreement would be the result of restructuring proceedings which do not respond to a common pool problem, but instead aim at facilitating the

³⁶³ Myös OikTL 36§ mahdollistaa sopimuksen sovittelun, mutta esimerkiksi Rudanko on katsonut, että arvopaperi-markkinoiden oikeussuhteissa sovittelun kaltaisilla sosiaalisen oikeuden instituutioilla voinee olla enintään paljon vähäisempi merkitys kuin esimerkiksi kuluttajaoikeuden keskeisillä alueilla. (Rudanko, 1998, s. 225.)

³⁶⁴ Stephan Madauksen taksonomiaa esiteltä jaksossa I.2.9.

*conclusion of a contract and, thus, are governed by contract (and company) law rules and principles.”*³⁶⁵

Jälkimmäisissä uudelleenjärjestelymenettelyissä siis edistetään sopimusperusteisia ratkaisuja tarvittaessa tuomioistuimen myötävaikutuksella, esimerkiksi tilanteissa, joissa pienempi osa saman luokan velkojista vastustaa yhtiön ehdottamaa menettelyä enemmistön sitä kannattaessa.

Jotta tuomioistuimella olisi edellä kuvatun mukaisesti mahdollisuus puuttua sopimusehtoihin, Madaus viittaa kuitenkin määrittämäänsä ”markkina-arvon takuun” periaatteeseen:

”The Market Value Guarantee Under Constitutional Law:

*Moreover, constitutional law guarantees may limit the right to impose a contract (or plan). The right to property is protected in many constitutions and usually covers the possession of claims and shares. Any impairment without consent usually requires a general interest in the impairment, due process and a compensation. In such a setting, any impairment of a claim of a holdout creditor or of shares of an equity holder would require the involvement of a court. The latter would need to check whether the plan serves the general interest—usually the macroeconomic purposes shown above (debt cancellation and prevention of underuse). The court would also review whether all parties were treated fairly in the process (timely informed and asked to vote) and whether any impairment requires compensation. While no compensation is necessary as long as the plan only reduces a claim or share from its nominal to its current market value, any further impairment must be compensated. This constitutional law background led the common approach to compare the value of the firm in a no-plan scenario with the value of the firm in the plan scenario — the ‘best interest test’ or ‘no creditor worse off principle.’”*³⁶⁶

Madaus huomauttaa edelleen, että sopimusperusteisessa menettelyssä odotettavissa oleva jako-osuus riippuu yksittäisestä tilanteesta, eikä määräydy ainakaan suoraan konkurssiarvovertailun kautta. Tuomioistuimen täytyy arvioida asiaa eri perusteilla, esimerkiksi joukkolainamarkkinan tai niin kutsutun distress-markkinan arvojen kautta.³⁶⁷ Hän viittaa myös yleisiin sopimusoikeuden rajoituksiin, joiden mukaan sopimuksia ei voida tehdä kolmannen osapuolen vahingoksi. Tällä rajoitteella on merkitystä esimerkiksi tilanteissa, joissa pieni ryhmä yhtiön velkojia neuvottelisi ratkaisun, joka rajoittaisi myös kolmansien yhtiön velkojien oikeuksia.

³⁶⁵ Stephan Madaus, 2018, s. 630.

³⁶⁶ Idem, s. 638.

³⁶⁷ Distress –markkinalla tarkoitetaan taloudellisessa ahdingossa olevien yhtiöiden joukkolainoilla käytävää kauppaa.

6. Alustava arvio EMCA:n perusteella laaditun yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn perustuslainmukaisuudesta

Tuula Linna on arvioinut edellä esitetyn mukaisesti oikeuden väärinkäytön kiellon suhdetta omaisuuden perustuslainsuojaan. Perustelin samassa yhteydessä, miksi uudelleenjärjestelymenettely voidaan katsoa analogiseksi oikeuden väärinkäytön kiellon kanssa. Linna korosti tiivistetysti: *”minkään säännöksen rationa ei voi olla toisen oikeuden loukkaaminen”*.³⁶⁸

Kuten oikeuden väärinkäytön kieltoa, ei myöskään yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä voida arvioida kattavasti perusoikeuksien sallittujen rajoitusedellytysten kautta. Edellytykset ilmenevät perustuslakivaliokunnan mietinnössä 25/1994. Saraviidan kuvauksen mukaisesti merkittävin vuonna 1995 toteutettuun ja vuonna 2000 toistettuun perusoikeusjärjestelmään liittynyt tulkintalinjaus muodostuu uusista, perusoikeuksista sääntelyn tavallisella lailla mahdollistavista säännöistä. Säännösten viimeisteli perustuslakivaliokunta perusoikeusuudistuksesta antamassaan mietinnössä.³⁶⁹ Tarkastelen seuraavassa rajoitusedellytykset arvioiden erikseen kutakin edellytystä uudelleenjärjestelymenettelyn suhteen:

Perusoikeuksien rajoitusten tulee perustua eduskunnan säätämään lakiin.

- Tämä edellytys luonnollisesti täyttyy mahdollisen uudelleenjärjestelymenettelyä koskevan lain säätämällä.

Rajoitusten on oltava tarkkarajaisia ja riittävän täsmällisesti määritettyjä. Rajoitusten olennaisen sisällön tulee ilmetä laista.

- Tämän edellytyksen osalta viitataan edellä esitettyyn arvioon siitä, että uudelleenjärjestelymenettelyä ei voida luonteensa perusteella kattavasti arvioida rajoitusedellytysten kautta, vaan sitä tulee arvioida analogiana oikeuden väärinkäytön kiellon suhteen. Uudelleenjärjestelymenettely luo lakiin perustuvan menettelyn, jossa oikeuden väärinkäyttöä analogisesti verrattavissa tilanteissa saadaan ehdotettu uudelleenjärjestely arvioitavaksi tuomioistuimessa. Se mahdollistaa tarvittaessa tuomioistuinta velvoittamaan yhtiön osakkeen tai velan saman luokan vähemmistön mukaan järjestelyyn luokan yhteisen intressin suojelemiseksi.

Rajoitusperusteiden tulee olla hyväksyttäviä. Rajoittamisen tulee olla painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatima.

- Rajoitusperusteiden hyväksyttävyyden osalta viitataan edelleen analogiaan oikeuden väärinkäytön kieltoon. Uudelleenjärjestelymenettelyiden hyväksyttävyydestä on esimerkkinä pitkäaikainen oikeuskäytäntö Englannin ja usean muun common law -maan oikeudesta. Säädökset on myös otettu mukaan eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin. Painavana yhteiskunnallisena intressinä

³⁶⁸ Tuula Linna, Oikeuden väärinkäytön kielto ja sen sovelluksia, Lakimies 4/2004, s. 625.

³⁶⁹ Ilkka Saraviita, Yrittäjyyden perusoikeussuoja, Edilex 2001.

voidaan pitää yritysten toimintamahdollisuuden edistämistä, yhtiöiden omistaja-arvon suojaamista sekä yhtiöiden velkojen aseman turvaamista, jotka kaikki edistävät kansantalouden intressiä. Uudelleenjärjestelymenettely on ainoastaan menettelyllinen normisto, joka mahdollistaa menettelyyn liittyvien aineellisten kysymysten käsittelyn tuomioistuimessa. Tuomioistuin on luonnollisesti harkinnassaan velvollinen ottamaan huomioon kunkin osapuolen perusoikeutena turvatuun omaisuuden suojan toteutumisen; suojan ulottuvuutta koskevista näkemyksellisissä ristiriitatilanteissa kaikkien osapuolten näkemystä suojan ulottuvuudesta ei kuitenkaan ole aina mahdollista noudattaa.

Tavallisella lailla ei voida säätää perusoikeuden ytimeen ulottuvaa rajoitusta.

- Tämän edellytyksen suhteen on arvioitu, että omaisuuden suojan osalta edellytykselle ei tarvitse antaa samanlaista merkitystä kuin muiden perusoikeuksien kohdalla, ajatus suojan ytimestä ei myöskään sovellu normatiivisesti toisenlaiseen lähtökohtaan perustuvaan säädökseen.³⁷⁰

Rajoitusten on oltava suhteellisuusvaatimuksen mukaisia. Rajoitusten tulee olla välttämättömiä hyväksyttävän tavoitteen saavuttamiseksi. Rajoitus ei saa mennä pidemmälle kuin on perusteltua ottaen huomioon rajoituksen taustalla olevan yhteiskunnallisen intressin painavuus suhteessa oikeushyvään.

- Uudelleenjärjestelymenettelyssä on englantilaiseen oikeuskäytäntöön peilaten aina edellytetty olevan kysymys yhtiöön liittyvän kompromissin tai järjestelyn toteutuksesta, joka edellyttää jonkin asteista myönnytystä osapuolten oikeuksista "give and take" –periaatteen mukaisesti. Suhteellisuusvaatimuksen liittäminen myönnetyksen arvioimiseen voidaan katsoa olevan mukana myös edellä viitatuissa uudelleenjärjestelymenettelyn englantilaisissa tuomioistuin harkinnan periaatteissa:

"[t]he arrangement is such as an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve'."

Perusoikeuksia rajoitettaessa on huolehdittava riittävästä oikeusturvajärjestelystä.

- Oikeussuojan mahdollinen rajoittaminen Scheme-menettelyn kautta ei tarkoita oikeusturvan epäämistä toimijalta. Päinvastoin, menettelyn tarkoituksena on antaa kaikille niille, joita ehdotettu uudelleenjärjestely koskee mahdollisuus oikeudenmukaiseen tuomioistuin käsittelyyn ja oikeudenkäyntiin. Uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyy edelleen luokkajakomenettely, joka suojaa osapuolten oikeusturvaa.

Rajoitukset eivät saa olla ristiriidassa Suomen kansainvälisten ihmisoikeusvelvoitteiden kanssa.

³⁷⁰ Idem, s. 626.

- Tämän edellytyksen osalta uudelleenjärjestelymenettelyä voidaan parhaiten perustella analogialla oikeuden väärinkäytön kieltoon velvoittavan kansainvälisen sopimuksen kautta. Linna on myös viitannut Euroopan neuvoston ihmisoikeussopimuksen (EIS) oikeuden väärinkäytön kieltoa koskevaan 17 artiklaan:

*"Minkään tässä yleissopimuksessa ei saa tulkita suovan millekään valtiolle, ryhmälle tai henkilölle oikeutta ryhtyä sellaiseen toimintaan tai tehdä sellaista tekoa, jonka tarkoituksena on tehdä tyhjäksi jokin tässä yleissopimuksessa tunnustettu oikeus tai vapaus tai rajoittaa niitä enemmän kuin tässä yleissopimuksessa on sallittu."*³⁷¹

EIS 17 artiklan tarkoituksena on estää sellainen ihmisoikeuksien hyväksikäyttö, jossa tehdään tyhjäksi jokin sopimuksessa tunnustettu oikeus tai vapaus. Esimerkiksi ilmaisuvapautta ei saa käyttää sellaisten aatesuuntien edistämiseen, jotka ovat ihmisoikeussopimuksen vastaisia. Artikla koskee myös omaisuudensuojaa (1.lisäpöytäkirja, 1 artikla).³⁷²

Olen edellä arvioinut yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä hyvin viitteellisesti perusoikeuksien rajoitusedellytysten kautta, mutta huomautan edelleen, että arvioni mukaan yhtiöoikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelyä koskevia säädöksiä on pidettävä normatiivisilta lähtökohdiltaan rajoitusedellytyksistä poikkeavina ja siten rajoitusedellytysten tarkastelu on mahdollista ainoastaan viitteellisesti.

Kuten Linna on todennut oikeuden väärinkäytön kieltoon liittyen, asetelma voidaan nähdä niin, ettei rajoitusedellytysten tarvitsekaan venyä aineellisen perusoikeuksien suojan ulottuvuuden määrittämiseen; perusoikeussuojan rajoitusedellytykset ja perusoikeussuojan ulottuvuus ovat eri asioita. Tässä katsannossa ei olisi välttämätöntä edes pyrkiä saamaan rajoitusedellytysoppia niin kattavaksi, että sen osumatarkkuus olisi kohdallaan pohdittaessa perusoikeussuojan soveltamisulottuvuutta.³⁷³ Viitataan tältä osin myös Hidénin näkemykseen:

*"Suhteellisuusperiaatteen soveltaminen voi koskea perusoikeuden suojan materiaalista puolta, mutta periaate ei varsinaisesti koske vastausta kysymykseen, kuinka pitkälle voidaan mennä, vaan kysymykseen, miten pitkälle lakiehdotuksen tavoitteet oikeuttavat menemään. Välittömästi sisällöllisiä rajoituksia sisältää (ihmisoikeusvelvoitteiden noudattamisvaatimuksen ohessa) oikeastaan vain perusoikeuden ytimeen ulottuvan rajoituksen kielto. Jos listan automaattinen seuraaminen johtaa siihen, että hyvälle lainsäädännölle asetettavat vaatimukset saavat liiaksi huomiota materiaalien rajojen tarkastelun kustannuksella, saattaa tällä olla vaikutusta perustuslakivaliokunnan suorittaman valvonnan ilmeeseen ja pitkän päälle myös siihen, minkälaisessa kentässä määräytyy tuomioistuinten asema perusoikeusnormien soveltajana."*³⁷⁴

³⁷¹ Euroopan neuvoston ihmisoikeussopimus, Asetus ihmisoikeuksien ja perusvapauksien suojaamiseksi tehdyn yleissopimuksen ja siihen liittyvien lisäpöytäkirjojen voimaansaattamisesta sekä yleissopimuksen ja lisäpöytäkirjojen eräiden määräysten hyväksymisestä annetun lain voimaantulosta 18.5.1990/439 (SopS 19/1990).

³⁷² Tuula Linna, Oikeuden väärinkäytön kielto ja sen sovelluksia, Lakimies 4/2004, s. 623.

³⁷³ Idem, s. 626-627.

³⁷⁴ Mikael Hidén, "Normaali, kohtuullinen ja järkevä" sekä muita kuvauksia, LM 2002, s. 1184.

7. Uudelleenjärjestelymenettelyn soveltamisulottuvuus tuomioistuinkäytännössä

Perusoikeussuojaan puuttumisen kannalta on edelleen keskeistä arvioida, miten uudelleenjärjestelymenettelyn soveltamisulottuvuutta voidaan mahdollisesti rajata. Linna pohtii, mikä tekee oikeuden väärinkäytön kiellon osalta muodollisesti oikeasta oikeuden käyttämisestä niin moitittavaa, ettei toiminnalle anneta oikeussuojaa. Uudelleenjärjestelymenettelyn osalta tulee vastaavasti miettiä, miten, perusoikeusjärjestelmämme huomioiden, tulee rajata yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn soveltamisen ulottuvuutta.

Oikeuden väärinkäytön kiellon osalta moitittavuuden perusteena on, että sellaista oikeuden käyttöä ei voida hyväksyä, joka loukkaa toisen suojattua oikeutta. Linnan mukaan esimerkiksi omistajan normaaliin määräysvaltaan kuuluva oikeus lahjoittaa omaisuuttaan ei saa oikeussuojaa, jos se tehdään olosuhteissa, joissa se loukkaa velkojan maksunsaantioikeutta. Omistusoikeuteen kuuluvaa määräysvaltaa ei myöskään saa käyttää niin, että sillä estetään toista hyödyntämästä omaisuutensa käyttövapautta.³⁷⁵

Englantilaisessa oikeuskäytännössä viitataan kehittyneisiin vakiintuneisiin tuomioistuinperusteluihin Scheme-tuomioihin liittyen:

“Although the court has an unfettered discretion as to whether or not to sanction the scheme, it is likely to do so, as long as:

(i) the provisions of the statute have been complied with;

(ii) the class was fairly represented by those who attended the meeting and that the statutory majority are acting bona fide and are not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class whom they purport to represent; and

*(iii) that the arrangement is such as an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve.”*³⁷⁶

Nämä Englannin tuomioistuinkäytännössä hioutuneet perustelut muodostavat hyvän pohjan mietittäessä perusoikeusjärjestelmäämme, esimerkiksi lain perusteluihin sisällytettävää säädösten aineellisen soveltamisen ulottuvuuden rajoja hahmottavia periaatteita uusille menettelyllisille säädöksille. Perustuslaki rajaa luonnollisesti jo sinällään tuomioistuinien harkintavallan aineellista ulottuvuutta, mutta lainkäyttäjän olisi tärkeää saada ohjeistusta toiminnalleen myös lain perusteluista. Lain perusteluihin olisikin tärkeää sisällyttää viittaus suomalaiseen omaisuudensuojajärjestelmään, ja edellä esitetyn mukaisesti, näkisin tärkeänä mainita perusteluissa uuden säädöksen analogiasta oikeuden väärinkäytön kiellon suhteen.

³⁷⁵ Idem, s. 631.

³⁷⁶ Jennifer Payne, 2014, s. 73.

Tuomioistuimen aineellisen harkintavallan rajauksena voi ajatella toimivan myös edellä kuvattu Saksan modernin sopimusoikeuden mukainen osakkeen tai velan *”markkina-arvon takuun”* edellytys. Maksukyvyttömyysmenettelyn sijaan, jossa ohjelman suoritusta verrataan velkojan konkurssissa saamaan suoritukseen, sopimusperusteisessa menettelyssä vertailuperuste tulee arvioida tapauskohtaisesti. Vain maksukyvyttömiä velallisten kohdalla vertailuarvona voi toimia likvidatiovertailu. Markkina-arvon määrittämisessä edellä kuvattu Englannin oikeuden vaatimus arvioida lopputulemaa *”samaa luokkaan kuuluvan rehellisen ja harkintakykyisen kolmannen henkilön näkökulmasta”* voi toimia hyvänä lähtökohtana.

Joissakin erityistilanteissa voisi ajatella tulla kysymykseen suorituksen arvoa määriteltäessä myös paremmin vahingonkorvauksen oikeudenalaan kuuluvat kysymykset. Suomalaisessa oikeuskäytännössä tämän tyyppistä kysymystä käsiteltiin tapauksessa KKO 2012:64.

KKO totesi perusteluissaan, että tavallisen liiketoimintaa harjoittavan osakeyhtiön osalta osakkeen vaihto-, substanssi- tai tuottoarvon perusteella laskettua tai muulla tavalla määritettyä käypää arvoa vastaava lunastushinta on tarkoitettu antamaan täysi korvaus lunastuksen aiheuttamasta menetyksestä. Tämä ilmenee lain esitöistä. Niistä ilmenee myös, että tarkkaa lunastushinnan määrittämismenetelmää ei ole katsottu aiheelliseksi tai edes mahdolliseksi säätää, vaan välimiehille on tietoisesti annettu varsin laaja tapauskohtainen harkintavaltio. Korkein oikeus kuitenkin katsoi, etteivät osakeyhtiölain 18 luvun 1 ja 7 §:stä sellaista tulkintaa, että keskinäisen kiinteistöosakeyhtiön vähemmistöosakkeiden omistajalla olisi oikeus saada osakkeiden lunastuksen johdosta lunastushintana suoritus, jossa arvostusperusteisiin perustuvan osakkeiden kohteenkorvauksen ohella käypää arvoa määriteltäessä otettaisiin huomioon myös yhtiölle osakkeiden lunastamisesta johtuvat toimitilojen hallinnan menettämisestä aiheutuvat välittömät kustannukset ja vahingot.

Uudelleenjärjestelymenettelyn osalta on kuitenkin otettava huomioon, että menettely poikkeaa luonteeltaan lunasoikeudellisista menettelyistä. Menettelyyn liittyvät luokkajakoa koskevat periaatteet antavat hyvän oikeussuojan eriarvoista kohtelua vastaan. Olisin varovaisen pidättyväinen vahingonkorvaustyyppisten suoritusten määrittämisen suhteen uudelleenjärjestelymenettelyiden yhteydessä. Olen rajannut asunto-osakeyhtiölain mukaiset yhtiöt tutkimukseni ulkopuolelle suositellen myös saman tyyppistä rajausta mahdolliseen uuteen yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyä koskeviin säädöksiin, perustuen juuri tämän tyyppisiin mahdollisiin tilanteisiin. Keskinäisiin kiinteistöosakeyhtiöihin, joihin sovelletaan osakeyhtiölakia, tämän tyyppiset vahingonkorvausluonteiset kysymykset sen sijaan saattaisivat tulla käsiteltäväksi, kuten tapauksessa KKO 2012:64 tapahtui.

Ratkaisukäytännössä on edelleen ymmärrettävä, että menettelyissä voi olla tarpeen punnita, kumman samaan luokkaan kuuluvan osake- tai velkainstrumentin haltijoiden luokan osan näkökulma omaisuuden suojassa katsotaan oikeaksi; yhtiön kokonaisuutta tukevan enemmistön omaisuuden suoja voi järjestelyssä olla vastakkain vähemmistön, mahdollisesti puhtaasti muodolliseen oikeudelliseen asemaan perustuvan omaisuuden suojan argumentaation kanssa.

Lain perustuslainmukaisuutta arvioitaessa on edelleen tärkeä pitää mielessä, että yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat säädökset eivät ole suoraan perusoikeuksiin puuttuvia aineellisia

säädöksiä, vaan ainoastaan uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn mahdollistavia säädöksiä. Niiden perusteella muodostuvan oikeuskäytännön tulee pohjautua Suomen lakiin, mukaan lukien perustuslaki. Uusi menettely mahdollistaa oikeudenkäytön haastavissa oikeudellisissa kysymyksissä, esimerkiksi tilanteissa, joissa joudutaan punnitsemaan saman rahoitusinstrumentin osalta, kumman perustelut omaisuuden suojaamisessa arvioidaan kollisiotilanteessa oikeutetuiksi; rahoitusinstrumentin enemmistön vai vähemmistön edustama kanta.

8. Perustuslakivaliokunnan kannanotot soveltamisulottuvuuden rajauksina

Mikäli tuomioistuin joutuu miettimään uudelleenjärjestelymenettelyssä tilannetta vähemmistöön jääneiden osakkaiden tai velkojen omaisuuden suojan kannalta, tulee asiassa myös arvioida, mikä merkitys on perustuslakivaliokunnan ratkaisukäytännöllä soveltamisulottuvuuden suhteen. Asiasta on täytäntöönpanomenettelyjen kannalta valiokunnan kannanottoja erityisesti valiokunnan lausunnossa 18.11.1992 liittyen hallituksen esitykseen yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi.

On huomattava, että vuoden 1992 PeLV:n lausunto on aikaisemman perustuslain ajalta ja ennen valiokunnan mietinnössä 25/1994 määriteltyjä perusoikeuksien rajoitusedellytysten määrittämistä.

Valiokunta kuitenkin käsitteli vuoden 1992 lausunnossaan yleisesti mahdollisuuksia puuttua velkojen oikeuksiin tavallisen lain alan puitteissa. Lausunnossa todettiin, että yrityssaneerauslakiesityksessä ehdotettiin uudistuksia velallisten ja velkojen välisiin sekä velkojen keskinäisiin ongelmiin, joihin oli tätä ennen pyritty vastaamaan lähinnä konkurssilainsäädännön avulla. Uudistuksen tarkoituksena oli luoda konkurssista poikkeavia maksukyvyttömyysongelmien ratkaisuja, joihin samalla sisältyisi oikeudellisia edellytyksiä elinkelpoisten yritysten saneeraukselle. Valiokunta piti ehdotettuja menettelyjä asialliselta luonteeltaan ja merkitykseltään rinnasteisena silloiseen lainsäädäntöön kytkeytyvään täytäntöönpanolainsäädäntöön, ennen kaikkea konkurssi- ja ulosottolainsäädäntöön. Valiokunnan kannan mukaisesti näkökohtaa, jonka mukaan siviilioikeudellisten täytäntöönpanotoimien säänteleminen kuuluu tavallisen lain alaan, oli myös esityksen suhteen pidettävä valtiosääntöoikeudellisen arvioinnin yleisenä perusteena. Tämän arvioinnin lähtökohdaksi oli valiokunnan mukaan hyväksyttävä, että tällaisiin täytäntöönpanotoimin kajotaan tavalla tai toisella velkojan asemaan velkasuhteesta johtuvien varallisuusoikeudellisten oikeuksien haltija.³⁷⁷ Hallitusmuodossa turvatus omaisuuden suojan asianmukainen huomioon ottaminen merkitsee tällaisen poikkeuksellisen sääntelyn yhteydessä ennen muuta sitä, että sinänsä vääjäämätön velkojan aseman heikentyminen ei saa olla velkojan kannalta kohtuutonta.

Valiokunta arvioi tuolloin esityksiä myös uudistuksen voimaantulon jälkeen syntyvien velkojen sekä lain taannehtivuusvaikutuksen osalta. Valiokunta ei nähnyt perustuslakiin (hallitusmuodon 6 §:ään) perustuvaa estettä lakiehdotukselle siltä osin, kuin lakeja sovellettaisiin niiden voimaantulon jälkeen

³⁷⁷ Eduskunnan Perustuslakivaliokunta, Lausunto n:o 23, 1992, 18.11.1992.

syntyviin velkasuhteisiin, eikä myöskään lailla tapahtuvaan eri saatavien keskinäisen etuoikeusjärjestyksen muuttamiseen, kunhan uudet säädökset eivät vaikuta jo alkaneissa konkurssissa tai toimitetuissa ulosmittauksissa esillä olevien saatavien järjestykseen.³⁷⁸

Jälkimmäisen kysymyksen osalta valiokunta kuitenkin totesi, että tulkintakäytännön seuraaminen ei sellaisenaan ole mahdollista, koska kysymys oli uusista täytäntöönpano-oikeudellisista instituutioista. Valiokunta katsoi, että tällaisessa ennestään sääntelemättömässä tilanteessa tulee asian valtiosääntöoikeudellisessa arvioinnissa panna pääpaino sääntelyn täytäntöönpano-oikeudelliselle luonteelle, vaikkakin tämä näkökulma on poikkeuksellinen esimerkiksi sopimusten pysyvyyttä koskevan valtiosääntöoikeudellisen tulkintakäytännön kannalta.³⁷⁹

Valiokunta totesi edelleen, että velkojan aseman kohtuullisuutta harkittaessa on otettava huomioon – varsinkin esityksessä tarkoitettujen tavallisten velkojen kyseessä ollen – se velanantoon luonnostaan sisältyvä riskimomentti, jota velallisen mahdollinen maksukyvyttömyys merkitsee. Velkojan asemaan liittyvänä yleisenä näkökohtana on merkitystä myös sillä, että ehdotetunlaisissa maksukyvyttömyyteen perustuvissa täytäntöönpanojärjestelmissä tavoitellaan nimenomaan velallisen ja velkojen välisten sekä myös velkojen keskinäisten taloudellisten suhteiden yhteensovittamista. Niiden järjestämistä tuomioistuimessa voitaneen yleensä pitää myös velkojen etujen mukaisena. Velkojen keskinäisen aseman kannalta valiokunta viittasi yrityssaneerauslakiehdotuksen 46 §:n 1 momentista näkyvään periaatteeseen yhdenvertaisuudesta kussakin velkojaryhmässä, saneerausohjelmaan sisältyvien velkajärjestelyjen kannalta. Nämä ehdotukset osoittavat osaltaan pyrkimystä päästä mahdollisimman oikeudenmukaiseen järjestelyyn velkojen keskinäissuhteissa.³⁸⁰

Lakiin liittyviä perintä- ja muita kieltoja arvioidessaan valiokunta piti tavallisten velkojen osalta oleellisena sitä, että velallinen voi milloin tahansa saada aikaan vastaavan vaikutuksen hakeutumalla konkurssiin. Vaikka valiokunta totesi asian olevan huomionarvoisempi vakuusvelkojen osalta, velkojan aseman heikennystä ei ole pidettävä kohtuuttomana, eikä siten myöskään ehdotettua sääntelyä omaisuudensuojan vastaisena.

Velkajärjestelyn keinojen osalta valiokunta viittaa ensinnäkin lain 53§:n 1 momentin mukaiseen tavallisiin velkoihin liittyvään vähimmäissuojaan, jonka mukaisesti suorituksen on oltava vähintään saman arvoinen kuin jako-osuus konkurssissa olisi. Tämä vähimmäissisältö vaikuttaa kaikkien velkajärjestelyjen keinojen soveltamiseen tavallisiin velkoihin yrityssaneerauksessa. Vakuusvelat ovat puolestaan suojattu saneerausmenettelyssä velkajärjestelyjä kohtaan niin, että velkojan on aina saatava vakuuden arvoa vastaavat suoritukset. Saneerausmenettelyssä puututtaisiin ehdotuksen mukaan vain siihen tapaan, jolla vakuuden tuoma suoja toteutuu.

Omaisuudensuojan ulottuvuutta varallisuusoikeuksiin on käsitelty edelleen uusissa perustuslakivaliokunnan lausunnoissa muun muassa liittyen hallituksen esitykseen konkurssilain muuttamiseksi (HE 221/2018) ja liittyen hallituksen esitykseen laeiksi hiilen energiakäytön kieltämisestä

³⁷⁸ Idem, s. 2-3.

³⁷⁹ Idem, s. 3.

³⁸⁰ Idem, s. 3.

(HE 200/2018). Konkurssilain muuttamisessa oli kysymys ehdotuksesta, jossa nousi esiin tarve yhteensovittaa toisaalta perustuslain 15 §:ssä turvattu omaisuudensuoja ja toisaalta perustuslain 20 §:n mukainen ympäristöoikeuden tasapainottamistarve. Perustuslakivaliokunta edellytti lausunnossaan lakiehdotuksen 16 a luvun poistamista, jotta esitys olisi voitu käsitellä tavallisen lain säätämisympäristössä. Tämä perustui siihen, että lakiesityksen saattaminen perustuslain mukaiseksi edellytti valiokunnan mukaan laajaa jatkovalmistelua, jossa on seikkaperäisesti ja asianmukaisin vaikutusarvioin tarkasteltava ja säänneltävä konkurssimenettelyn suhdetta sekä EU-sääntelyssä, että kansallisessa aineellisessa ympäristölainsäädännössä asetettuihin velvoitteisiin sekä aineellisesti että menettelyllisesti.³⁸¹

Jälkimmäisessä hiilen energiakäytön kieltämisestä annetussa perustuslakivaliokunnan mietinnössä kuvataan erityisesti ympäristöperusoikeuden ja omaisuudensuojan välistä keskinäissuhdetta:

”Esityksen säätämisympäristöperusteluissa katsotaan, että hiilen energiakäytön kieltämisessä on kokonaisuutena tarkasteltuna kysymys perustuslain 15 §:n kannalta omaisuuden käyttörajoituksesta, joka ei tosiasiallisilta vaikutuksiltaan rinnastu pykälän 2 momentissa säädettyyn pakkolunastukseen ainakaan niissä tapauksissa, joissa laitoksen omistaja ei menetä kiellon johdosta kokonaan mahdollisuutta käyttää omaisuuttaan normaalilla käytötavalla. Lunastuksen ja käyttörajoituksen välistä suhdetta koskeva perustuslakivaliokunnan käytäntö on muuttunut merkittävästi perusoikeusuudistuksen jälkeisenä aikana. Perustuslakivaliokunta on muun muassa kiinnittänyt huomiota siihen, ettei omaisuuden käyttörajoitusten arviointi enää kaikilta osin perustu samoihin lähtökohtiin kuin ennen perusoikeusuudistusta (PeVL 6/2010 vp). Valiokunta on kiinnittänyt huomiota siihen, että esimerkiksi asian kannalta merkitykselliset koskiensuojelua koskevat lausunnot on annettu ennen ympäristöperusoikeuden säätämistä (ks. PeVL 21/1993 vp, s. 1 sekä PeVL 61/2010 vp, s. 3 ja PeVL 8/2017 vp, s. 5–6). Merkityksellisenä on pidettävä ennen muuta ympäristöperusoikeutta koskevan 20 §:n sisällyttämistä perustuslakiin.”

³⁸²

Edellä mainittujen velkojen järjestelyyn liittyvien soveltamisrajoitusten noudattaminen myös yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn tuomioistuinkäytännössä tuntuisi perustellulta lähtökohdalta. Uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn perusteella voisi kuitenkin olla mahdollista, englantilaisen oikeuskäytännön esimerkin mukaisesti, tuomioistuimen huolellisesti niin oikeaksi harkitessa, hyväksyä myös järjestelyjä, jotka kohdistuvat perustelluissa tilanteissa myös vakuusvelan määrään tai velasta annetun vakuuden järjestelyyn. Tällöin järjestelyn rationa on toisen, samaan luokkaan kuuluvan velkojan omaisuusosuuden suojaaminen heikentämättä kenenkään oikeussuojaa perusteettomasti.

Viitataan tältä osin analogiaan Englannin oikeuteen. Englannin yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä katsotaan oikeudenmukaisuuden näkökulmasta olevan mahdollista estää tietyn osake- tai velkojaluokan vähemmistöä toimimasta, tilanteesta riippuen, joko yhtiön

³⁸¹ PeVL 69/2018 vp.

³⁸² PeVL 55/2018 vp.

osakkaiden tai velkojen yhteisen intressin vastaisesti heikentäen näin koko luokan yhteistä taloudellista asemaa.

Tällöin on kysymys tuomioistuimen perusteellisesta harkinnasta, katsotaanko luokan merkittävän enemmistön vai vähemmistön näkemys omistusoikeuden suojaamisessa menettelyssä painavammaksi. Menettelyn ratio perustuu luokan enemmistön oikeussuojatarpeeseen suojata tarvittaessa luokan enemmistön omistusoikeuteen perustuvaa suojaa saatavansa taloudellisen arvon turvaamiseksi, joka ei myöskään ole vähemmistön etujen vastaista, menettelyn ollessa luokan yhteisen intressin mukainen ja edelleen yhtiön intressiä turvaava.

Maksukyvyyttömyysoikeudellisessa saneerausmenettelyssä lähtökohtana on yhtiön suoja velkojiaan kohtaan. Vakuudellisiin velkoihin tai niihin liittyviin vakuuksiin liittyvien oikeuksien muuttaminen ei ole lähtökohtaisesti mahdollista myöskään Englannin oikeuden maksukyvyyttömyysmenettelyissä, vaikka niitä koskevia muutoksia voidaan oikeudenmukaisuusperusteisesti tehdä yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä.

Suomen oikeuden osalta mahdollisuus toteuttaa vakuusvelkoihin tai vakuuksiin nykyistä yrityssaneerausmenettelyä voimakkaammin puuttuvia menettelyjä jäänee myös edelliseen perustuslakivaliokunnan kantaan viitaten käytännössä rajalliseksi. Edellä esitetyillä perusteilla, jotka liittyvät saman luokan enemmistön omaisuuden suojaamiseen, tulisi puuttuminen olla perusoikeuksien nojalla kuitenkin mahdollista.

9. Lain perustelujen merkitys tuomioistuinkäytännön ohjaamisessa

Mahdollisen yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn omaksuminen oikeudellisenä siirräntäisenä edellyttää huolellista lainsäädäntövalmistelua myös lain perustelujen osalta. Hallituksen esityksen perustelut yhdessä valiokuntamietintöjen kanssa ohjaavat tuomioistuinten soveltamiskäytäntöä, mikä on varsin merkityksellistä uudelleenjärjestelymenettelyn kaltaisen uuden oikeudellisen mekanismin käyttöönoton yhteydessä.

Perustelujen merkittävyys koskee erityisesti omaisuudensuojajärjestelmäämme liittyviä kysymyksiä, joista nostaisin esille neljä erityistä aluetta. Ensimmäinen kysymys liittyy yleisesti mahdollisuuteen rajata velkojan tai osakkaan oikeuksia täytäntöönpanomenettelyn ulkopuolella tapahtuvassa menettelyssä. Englannin tuomioistuinkäytännössä muotoutuneen menettelyn oikeudenmukaisuuden edellytysten kaltainen yleinen rajausta menettelyjen yleisistä edellytyksistä on tarkoituksenmukaista muotoilla lain perusteluissa myös suomalaisen menettelyn edellytykseksi. Kuten edellä viittasin, oikeutus puuttua velkojen tai osakkaiden asemaan määräytyy Englannin oikeuden ratiossa velkojen tai osakkaiden luokan keskinäisten oikeuksien lähtökohdasta, ei yhtiön ja velkojen tai osakkaiden välisestä relaatiosta. Oikeutuksen peruste on näin analoginen oikeuden väärinkäytön kiellon osalta. Viitaten Linnan lausumaan, ettei minkään säännöksen rationa voi olla toisen oikeuden loukkaaminen, olemme kiertyneet oikeuden

väärinkäytön kriteeristön, ja vastaavasti analogisesti yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn ration, alkulähteille.³⁸³

Toinen omaisuudensuojajärjestelmämme kannalta merkityksellinen soveltamisalue, joka edellyttää lain käyttäjälle riittävää ohjeistusta, liittyy edellä käsiteltyyn velkakonversion tilanteisiin. Näiden osalta on saatavissa hyvää vertailua Englannin ja muiden common law -maiden Scheme of Arrangement -oikeuskäytännöstä. Velkakonversiotilanteissa on tärkeää, että lainkäyttäjä tiedostaa menettelyn koskevan kokonaisen luokan (esimerkiksi osakkeenomistajat) hold-out -kannan sivuuttamisesta, Scheme-perusteiseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyvän saman luokan vähemmistön kannan sivuuttamisen sijaan.

Velkakonversiotilanteet tulisivat arvioitavaksi huolellisen tuomioistuin harkinnan kautta. Englannin oikeuden esimerkin mukaisesti, liitännäisessä yrityssaneerausmenettelyssä YrSanL:n 8 §:n mukainen riippumaton ja ammattitaitoinen pesähoitaja voi saneerausohjelman laatimisen yhteydessä saatavan tilinpäätösaineiston perusteella katsoa, että yhtiön osakkailla ei yhtiön oman pääoman menetyksen kautta ole enää taloudellista intressiä yhtiössä. Tämän perusteella hän laatisi saneerausohjelman, jossa hyväksyttäisiin yhtiön omaisuuden ja liiketoiminnan siirto yhtiön velkojen omistamalle yhtiölle. Tällöin menettelyn yhtiöoikeudellinen hyväksyttävyyden voisi tulla arvioitavaksi liitännäisessä yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä, jossa ei sinänsä edellytettäisi erillistä osakkaiden äänestystä (perustuen taloudellisen intressin puuttumiseen), mutta jossa osakkailla olisi täysi oikeus esittää mahdolliset väitteet ratkaisun oikeellisuudesta ja esimerkiksi ohjelman laatimisen perusteena olevasta yhtiön arvon määrittämisestä.

Kolmanneksi lain perusteluissa käsiteltäväksi alueeksi näkisin mahdollisuuden puuttua menettelyssä tarvittaessa myös vakuusvelkoihin ja velkoihin liittyviin vakuuksiin. Tämän osalta on erityisen tärkeää mieltää yhtiöoikeudellisen ja maksukyvyttömysoikeudellisen menettelyn ratioiden eroavuus. Jälkimmäisen näkökulmana on toisaalta velallisen suoja velkojiaan kohtaan, sekä toisaalta velkojen täytäntöönpanointressi, kun yhtiöoikeudessa rationa on oikeussuoja yhtiön velkojen tai osakkaiden luokan sisäisessä relaatiassa. Tätä sopimusperusteista suojan tarvetta on kuvannut hyvin Madaus ehdottamassaan uudessa taksonomiassa.

Neljäs lain perusteluissa huomioitava kysymys liittyy siihen, kumpaan lainsäädäntövaihtoehtoon Suomen oikeudessa päädytään, relative priority rule vai absolute priority rule -periaatteeseen. Periaatteiden keskeinen ero on, kuinka laajaksi tulevassa lainsäädännössä määritellään tuomioistuimen harkintavalta poiketa yksittäisen kokonaisen velkoja- tai osakkeenomistajaluokan enemmistön vastustamasta ohjelmaehdotuksesta maksukyvyttömysoikeudellisissa uudelleenjärjestelytilanteissa. Absolute priority rule -periaatteen mukaisesti saneerausohjelmassa tulee edellyttää kullekin maksunsaantijärjestyksessä paremmalla oikeudella olevalle luokalle täyttä suoritusta, ennen kuin huonommalla etuoikeudella oleva velkoja tai osakkeenomistaja voi saada mitään suoritusta. Relative priority rule -periaatteen mukaisesti tuomioistuimella on tässä laajempi harkintavalta, mutta direktiivin 11 artiklan mukaan tällöinkin tulee varmistaa, että eri mieltä olevien asianosaisten velkojen äänestysryhmiä kohdellaan vähintään yhtä

³⁸³ Tuula Linna, Oikeuden väärinkäytön kielto ja sen sovelluksia, Lakimies 4/2004, s. 626.

suotuisasti kuin mitä tahansa muuta samassa etuoikeusasemassa olevaa ryhmää ja suotuisammin kuin etuoikeusasemaltaan heikompia ryhmiä. Molemmissa tapauksissa uuden direktiivin 11 artiklan d kohdan mukaisesti uudelleenjärjestelyohjelmassa mikään asianosaisten osapuolten ryhmä ei voi saada tai pitää itsellään saataviensa tai etujensa yhteenlaskettua määrää enempää.

Olen edellä huomauttanut, että tutkimusteemani uudelleenjärjestelymenettely liittyy ensisijaisesti luokkien sisäisen hold-out -aseman väärinkäytön estämiseen. Näin ollen luokan yli tapahtuvat pakottavat menettelyt tulevat uudelleenjärjestelymenettelyssä poikkeuksellisesti kysymyksen ainoastaan maksukyvyttömyysmenettelyyn liittyvissä tilanteissa.

Uudessa lainsäädännössä on siis Uudelleenjärjestelymenettelydirektiivin implementoinnissa valittava mekanismi edellä kuvatulle niin sanotulle pakkovahvistusmenettelylle. Viittasin edellä jaksossa IV.1.2. nykyiseen YrSAnL 54 § 5 kohdan mukaiseen ehdottoman etuoikeuden periaatteeseen. Sen mukaisesti edellytyksenä ohjelman vahvistamiselle on, että vastaan äänestänyttä, muista kuin vakuusvelkojista koostuvaa velkojaryhmää huonommassa etuoikeusasemassa olevien saatavien velkojille ei ohjelman mukaan tule suoritusta. Tällaisena suorituksena voitaneen pitää myös, lähtökohtaisesti velallisen varallisuuden ulkopuolista, yhtiön osakkeina maksettavaa surrogaattia. Direktiivin implementoinnissa tulee siis arvioida, laajennetaanko tuomioistuimen harkintavaltaa näissä pakkovahvistamistilanteissa.

Mahdollinen uusi yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely mahdollistaisi Englannin oikeuskäytännön esimerkin mukaisesti taloudellisesti velkakonversioon rinnastettavan menettelyn toteuttamisen liitännäisen maksukyvyttömyysmenettelyn yhteydessä. Näkisin tuomioistuimen harkintavallan laajennuksen perustelluksi erityisesti, mikäli päädyimme lisäämään tutkimuksessani ehdottamani yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn, eli poikkeustilanteissa myös velkakonversion käytännössä mahdollistavan menettelyn. Omistusoikeuden ”systeemitheoriassa” on hyvä mieltää, että yhtiön osakkeet eivät ole lähtökohtaisesti yhtiön, vaan osakkaiden omaisuutta. Missä vaiheessa saneerausmenettelyssä disponointivalta yhtiön osakkeisiin (tai osakkeisiin taloudellisesti liittyviin määräämisoikeuksiin) siirtyy osakkailta yhtiölle ja sen velkojille, on tuomioistuimelle varsin haastava ja relatiivinen kysymys. Vastaavasti olisi mielestäni perusteltua, erityisesti yhtiön osakkeisiin liittyvien oikeuksien osalta, että niitä voitaisiin perustelluissa tilanteissa suunnata myös mahdollisesti taloudellisen arvon laskennallisesti menettäneelle huonommalla etuoikeudella olevalle velkojaryhmälle, jos näiden ryhmien mukana pitäminen menettelyssä olisi esimerkiksi merkittäväksi eduksi yhtiölle ja sen sidosryhmille.

Omaisuuksien suoja korostuu tuomioistuinarkinnassa erityisesti pakkovahvistamistilanteissa, riippumatta siitä, päädytäänkö suomalaisessa direktiivin implementoinnissa kumpaan tahansa edellä kuvattuun etuoikeusjärjestystä koskevaan vaihtoehtoon. Pakottavissa velkakonversiota edellyttävissä ja muissa pakkovahvistamistilanteissa on vähimmäisedellytyksenä asianmukainen arvonmääritys ja väitteiden perusteellinen tuomioistuinarkintelu.

OSA X YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

1. *De lege lata* -arvio oikeuden nykytilasta ja oikeussuojatarpeista

1.1 Vahvistettu oletama kansainvälisen rahoituksen rakenteellisen muutoksen aiheuttamista uusista oikeussuojatarpeista yritykselle ja sen keskeisille sidosryhmille

Vihanto kuvaa oikeustaloustieteen saaneen alkunsa uusklassisen taloustieteen piirissä, ja että suuri osa sen tutkimuksesta perustuu edelleen rajoittumattoman rationaalisuuden oletukselle. Hän kuitenkin korostaa, että ei ole mitään järkevää syytä sille, että tämän päivän suomalaisten oikeustaloustieteilijöiden olisi seurattava dogmaattisesti tätä rationaalisuuden määrittelyä. Monipuolinen oletusten käyttö tuottaa monipuolista teoriaa ja näin hän näkee olevan perusteltua myös rajata oletuksien tasolle asetettuja edellytyksiä. Vihannon mukaan on sopimuksenvarainen asia, millä nimellä rajoittuneen rationaalisuuden oletukseen perustuvaa oikeustaloustiedettä kutsutaan.³⁸⁴

Tutkimuksessani on käytetty kokemukseen perustuvana oletuksena kansainvälisen yritysrahoituksen rakenteellista muutosta ja tämän muutoksen aiheuttamia uusia oikeussuojatarpeita yritykselle ja sen keskeisille sidosryhmille, rahoittajille ja omistajille. Tutkimuksen jaksossa I.3. olen vahvistanut oletusta markkinamuutoksesta tarkastelemalla yritysrahoituksen keskeisten markkinoiden kehitystä yleisesti saatavilla olevien tilastotietojen perusteella. Vihannon kuvaamaan ”rajoittuneeseen rationaalisuuden oletukseen” perustuen katson, että saavutetun vahvistuksen tasoa on pidettävä riittävänä. Tutkimuksen pääasiallisena teemana on arvioida ja vertailla käytettävissä olevia oikeudellisia mekanismeja oletetun kehityksen aikaansaamien uusien oikeussuojatarpeiden näkökulmasta.

Keskeinen havainto yritysrahoituksen markkinan rakenteellisesta muutoksesta liittyy yrityksen rahoituslähteiden hajautumiseen, mitä on pidettävä lähtökohtaisesti myönteisenä kehityksenä. Aikaisemman pankkikeskeisen eurooppalaisen yritysrahoitusrakenteen sijaan yritykset käyttävät aikaisempaa huomattavasti enemmän erityisesti joukkolainarahoitusta. Yritysten oman pääoman merkitys rahoituksessa on myös korostunut kiristyneen pankkiregulaation kautta. Tämä on edistänyt yritysten oman pääoman hankintaa eri osakerahoitusmarkkinoilta, viime vuosina erityisesti niin kutsuttujen monenkeskisten reguloimattomien (tai ehkä paremminkin vähemmän reguloitujen) markkinoiden kautta. Nasdaq Inc.:n pohjoismaisten tytäryhtiöiden ylläpitämä First North -osakemarkkina on tästä hyvä esimerkki. Vuoden 2017 aikana Pohjoismaissa toteutettiin yhteensä 115 uutta listautumista Nasdaq:in listoille, mikä oli enemmän kuin koskaan aikaisemmin. Edellinen ennätys oli vuodelta 2015, jolloin pohjoismaisia listautujia oli 97. Vuoden 2017 listauksista 79 kohdistui First North -listalle ja 36 päälistalle. Erityisesti kasvuyrityksiin keskittyvä First North -markkina onkin kasvanut lyhyessä ajassa yli

³⁸⁴ Martti Vihanto, Rationaalisuusoletuksen valinta oikeustaloustieteessä, Oikeus 35(2), 2006, s. 237.

300 listatun yrityksen markkinaksi.³⁸⁵ Vuonna 2018 pohjoismainen listatusaktiviteetti oli globaalin markkinan hiljaisuutta peilaten edellistä vuotta pienempi. Vuoden aikana toteutettiin yhteensä 83 uutta listautumista Nasdaq Nordicin alueella.³⁸⁶

Sääntelyteoreettisen oikeustaloustieteellisen tutkimuksen kannalta on tärkeää tiedostaa erilaisten omistusrakenteiden ohella markkinoiden rakenteelliset muutokset. Käsittelen seuraavissa kahdessa jaksossa tutkimukseni havaintoihin pohjautuen keskeisiä oikeussuojatarpeita toisaalta yrityksen velkoihin ja toisaalta osakkeisiin liittyen.

1.2 Matriisikaavio oikeussuojatarpeiden hahmottamiseksi

Olen laatinut alla olevaan matriisikaavion perustuen yrityksen hypoteettiseen talous- ja rahoitusasemaan ja yhtiöllä ja sen sidosryhmillä käytettävissä oleviin eri oikeudellisiin menettelyihin. Menettelyistä Scheme of Arrangement -järjestely ei luonnollisesti ole tällä hetkellä Suomessa käytettävissä oleva menettely. Kaavio kuvaa kuitenkin yhtiön ja sen velkojien sekä osakkaiden erilaisiin oikeussuojatarpeisiin perustuen tarvetta eri tyyppisille oikeudellisille menettelyille. Matriisikaavio ilmentää myös menettelyjen jonkin asteista päällekkäisyyttä, sekä toisaalta mahdollisuutta käyttää eri menettelyjä samanaikaisesti.³⁸⁷

Yhtiön taloudellista asemaa voidaan arvioida useilla mittareilla, joista perinteisemmät arvioivat yhtiön oman pääoman riittävyyttä omavaraisuuden tai gearing -perusteisten velkaantumistunnuslukujen kautta. Modernimmat taloudelliset mittarit mittaavat yhtiön talousasemaa verraten tuloksellisuutta, yhtiön (tai konsernin) käyttökatetta, yhtiön (tai konsernin) nettovelkoihin. Rahoituksellisen aseman mittarit liittyvät yhtiön rahoitusvalmiuteen ja tulosennusteisiin pohjautuviin käyttöpääomaennusteisiin.

Matriisikaavio on täysin hypoteettinen ja sen osalta on huomioitava, että matriisissa ulotetaan sekä saneerauksen että yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käyttöaluetta tietoisesti myös alueelle, jossa yhtiön sekä rahoituksellinen että taloudellinen asema olisi akselissa negatiivinen. Normaalina skenaariona on tällöin konkurssi, yrityssaneeraus- tai selvitystilamenettely. On kuitenkin ajateltavissa, että esimerkiksi velkakonversion kautta yhtiön taloudellinen oman pääoman tilanne voidaan kääntää tässä tilanteessa positiiviseksi, jolloin paremmat edellytykset yhtiön saneeraukselle saattavat olla olemassa.

Jaksossa IV.2. viitattiin korostuneeseen vaikeuteen määrittää yhtiön taseen omaisuuserien arvoa tilanteessa, jossa yhtiö lähestyy maksukyvyttömyyttä tai kokee muita talousvaikeuksia. Tämän mukaisesti,

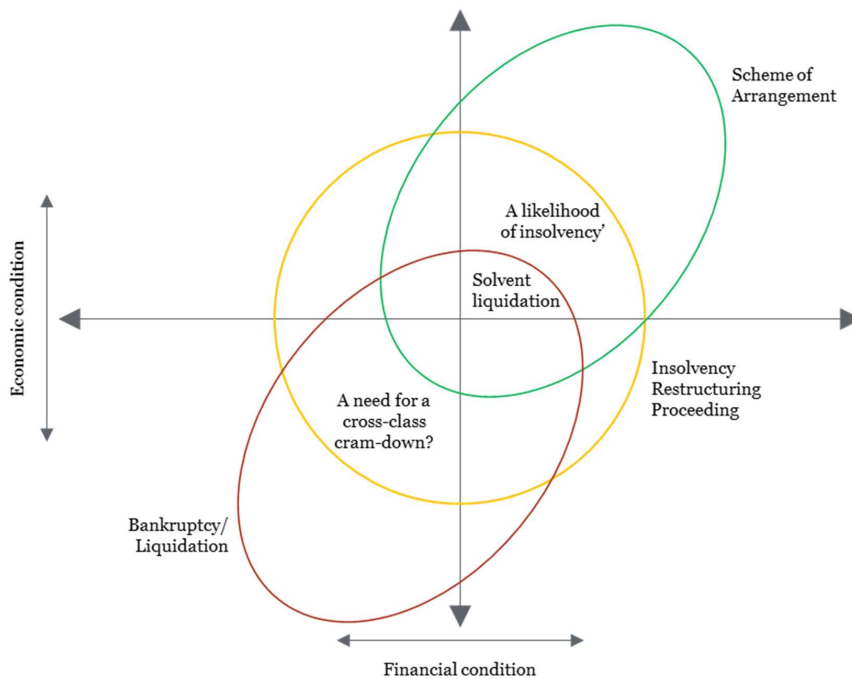
³⁸⁵ Nasdaq, Inc. , Record Year for Listings on Nasdaq's Nordic Markets, Press release, 29.12.2017, <<https://business.nasdaq.com/mediacenter/pressreleases/1663236/record-year-for-listings-on-nasdaqs-nordic-markets>>, versio 23.10.2018.

³⁸⁶ Nasdaq Nordic listing Highlights 2018, <www.Nasdaqnordics.com/news/listings>, versio 2.3.2019.

³⁸⁷ Matti Engelberg, The proposed EU framework for preventive restructuring and the English schemes of arrangement regime—seeking the best Preventive model for each Member State, *Capital Markets Law Journal*, Volume 14, Issue 2, April 2019, s. 251–273.

kun yhtiö lähestyy tilannetta, jossa sen rahoituksessa on vaikeuksia, tällä voi olla suora vaikutus myös sen taloudellisen aseman merkittävään heikkenemiseen, vaikka yhtiö going-concern -perusteisesti olisi taseeltaan täysin terve. Näin ollen yhtiön taloudellisen ja rahoituksellisen aseman keskinäisessä matriisissa on mahdoton yksiselitteisesti kuvata esimerkiksi nykyisen yrityssaneerausmenettelyn ja konkurssimenettelyn välistä raja-aluetta. On tärkeää ymmärtää alueiden olevan ainakin osin toisilleen päällekkäisiä.

Kaavio 12. Matriisikaavio potentiaalisista oikeudellisista menettelyistä yritykselle ja sen sidosryhmille



© Matti Engelberg

Lähde: Matti Engelberg, The proposed EU framework for preventive restructuring and the English schemes of arrangement regime – seeking the best Preventive model for each Member State, Capital Markets Law Journal, 2019, kuvalainaus s. 5.

1.3 Myyntiparadigma saneerausmenettelyyn liittyen

Professori Hans Eidenmüller kritisoi Komission Direktiiviehdotukseen perustuvaa lähtökohtaa vaikeuksissa olevan yrityksen saneeraamiselle sen tehokkaan myynnin sijaan. Jälkimmäinen mahdollisuus tulisi hänen mukaansa säilyä ainakin yhtenä käytettävissä olevana saneerausmenettelynä, mikä toteutui jäsenmaille valinnaisena optiona lopullisessa Uudelleenjärjestelydirektiivissä. Hän totesi asiasta painokkaasti:

*"I demonstrate that the proposal is flawed because it creates a refuge for failing firms that should be liquidated, because it rules out going-concern sales for viable firms, and because it is, in essence, a twisted and truncated insolvency proceeding."*³⁸⁸

Tutkimukseni aiheena ei ole arvioida Komission Direktiiviehdotusta ja sen pohjalta annettua Uudelleenjärjestelydirektiiviä liittyen sen maksukyvyttömyysoikeudelliseen kokonaisvaltaiseen velkojen saneerausmenettelymalliin, joten pitäydyn tässä jaksossa käsittelemääni myyntiparadigma -kysymystä lukuun ottamatta Uudelleenjärjestelydirektiiviin sisältyvän varsinaisen maksukyvyttömyysoikeudellisen saneerausmenettelyn laajemmalta arviolta.

Myyntiparadigma liittyy kuitenkin keskeisesti menettelyn arvonmäärittelyyn ja saatavien etusijaoikeuksiin sekä jo aiemmin käsiteltyihin etusijaoikeuksia koskeviin periaatteisiin.³⁸⁹ Yhdysvaltojen oikeuden näkökulmasta kysymystä on tarkastellut professori Baird ansiokkaassa artikkelissaan *"Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority and the Cost of Bankruptcy."*³⁹⁰

Huolimatta siitä, että Baird korostaa Eidenmüllerin tapaan vaikeuksissa olevan yhtiön myyntiä kokonaisuutena yksinkertaisimpana saneerausmallina, hän tuo esiin menettelyihin liittyvien maksunsaantijärjestysperiaatteiden kehittymisen "hybriidiin" suuntaan:

*"Much of the complexity and virtually all of the stress points of modern Chapter 11 arise from the uneasy fit between its starting place (absolute instead of relative priority) and its procedure (negotiations in the shadow of a judicial valuation instead of a market sale). These forces are leading to the emergence of a hybrid system of priority that may be more efficient than one centered around absolute priority."*³⁹¹

Myyntiparadigma liittyy Bairdin perustellun arvion mukaisesti siihen, että mikäli saneerausmenettelyssä on kysymys yhtiön tai sen liiketoiminnan myynnistä kokonaisuutena, toimii menettelyssä velkojien etusijajärjestysperiaatteen luontaisena lähtökohtana niin kutsuttu absolute priority rule. Mikäli menettely sen sijaan tähtää yhtiön saneeraamiseen pääasiallisesti kokonaisuudessaan, toimii niin kutsuttu relative

³⁸⁸ Hans Eidenmüller, European Business Law Review (2017) 18, s. 273-304.

³⁸⁹ Etusijaoikeuksia koskevia periaatteita käsitelty jaksossa IV.2.

³⁹⁰ D.G.Baird, Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Cost of Bankruptcy, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 165, March 2017, No. 4., s. 785-829.

³⁹¹ Idem, s. 786.

priority rule -perusteinen etusijajärjestys tehokkaammin menettelyä edistävänä mekanismina. Baird korostaa erityisesti yrityksen toiminnalliseen saneeraukseen liittyvän arvonmäärittelyn vaikeutta:

*“[t]o decide who gets what under absolute priority in the absence of a sale, the judge must determine the value of the firm. The empirical evidence does suggest that, in large reorganizations, judicial valuations are made with high variance.”*³⁹²

Komission asiantuntijaryhmä ehdotti relative priority rule -periaatteen omaksumista direktiivin lähtökohdaksi absolute priority rule -periaatteen sijaan. EU:n neuvosto asettui kannattamaan asiantuntijaryhmän esitystä; direktiiviehdotusta oli muokattu tämän mukaisesti viimeisimmässä neuvoston muistiossa.³⁹³ Lopullinen Uudelleenjärjestelydirektiivi omaksui relative priority rule -periaatteen ensisijaiseksi lähtökohdaksi, säilyttäen kuitenkin jäsenvaltioille oikeuden käyttää vaihtoehtoisesti niin kutsuttua absolute priority rule -periaatetta.³⁹⁴

1.4 Oikeussuojatarpeet velkojen järjestelyissä

Matriisikaavion vihreä ympyrä kuvaa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn keskeistä käyttöaluetta. Menettely tulee lähtökohtaisesti kysymykseen tilanteissa, joissa sekä yhtiön taloudellinen asema, että rahoituksellinen tilanne ovat kunnossa, mutta yhtiö tarvitsee kompromissia tai järjestelyä yhtiön osakkeisiin tai velkoihin liittyen. Yhtiön velkojen osalta näin voi olla myös tilanteissa, jossa yhtiön koko rahoituksessa on järjestelytarve, mutta yhtiön talous on kunnossa. Menettely ei edellytä yhtiön maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä. Keskeinen ratio menettelyssä on suojata yhtiön ohella saman velkoja- (tai osakkeenomistaja-) luokan enemmistön oikeutta ja estää vähemmistöä käyttämästä instrumenttiin perustuvia oikeuksiaan instrumentin yhteisen taloudellisen intressin vastaisesti. Menettelyssä arvioidaan toisin sanoen vähemmistön toimintaa analogiana saman luokan vähemmistön oikeuden väärinkäytön suhteen.

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn osalta on kuitenkin huomattava, että jokin tarve kompromissiin tai järjestelyyn on oltava ja tarvetta tulee tuomioistuinharkinnassa arvioida kolmannen arvostelukykyisen henkilön näkökulmasta. Yhtiön velkoihin liittyen tarve voi liittyä usein yhtiön heikentyneeseen taloustilanteeseen, jonka ei kuitenkaan vielä tarvitse edellyttää akuuttia ongelmaa yhtiön rahoituksessa.

Oikeussuojatarpeita arvioitaessa on eroteltava yhtiön oikeussuojatarve sekä sen kunkin velkojaluokan tai osakkeenomistajaluokan enemmistön ja vähemmistön oikeussuojatarpeet sekä yhtiön ulkopuolisten osapuolten mahdolliset oikeussuojatarpeet.

³⁹² Idem, s. 807.

³⁹³ Council of the European Union, Note from Presidency on the preventive restructuring frameworks directive, 12334/18, Interinstitutional File: 2016/0359(COD).

³⁹⁴ Lopullisen direktiivin sisältöä esitelty jaksossa II.4.

Vertailin edellä yhtiöllä nykyisen oikeutemme puitteissa käytettävissä olevaa yrityssaneerausmenettelyä siihen, että yhtiöllä olisi käytettävissään yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely. Nykyisen yrityssaneerauksen vaihtoehdon mukaisesti keskeisin järjestelmämme ongelma liittyy menettelyn kohdistumiseen käytännössä kaikkiin yhtiön velkoihin, mukaan lukien yhtiön kanssa samassa konsernissa olevat yhtiöt. Nykyistä menettelyä voidaan kehittää yhtiön kannalta merkittävästi joustavammaksi menettelyksi, mikäli menettely voitaisiin rajata kohdistumaan Englannin tai Yhdysvaltojen oikeuden mallin mukaisesti vain niihin velkoihin, joita esitetty järjestely koskee. Tämän mallin mukainen uudistus on vireillä Hollannissa, jota olen käyttänyt vertailumallina.

Yhtiön suojan kannalta Hollannin mallissa on kuitenkin kaksi poikkeamaa yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen. Keskeisenä erona on ensinnäkin ”todennäköisen maksukyvyttömyyden” edellytys menettelyn lähtökohtana. Tämä lähtökohta on todetun mukaisesti perusteltu menettelyn noudattaessa maksukyvyttömysoikeudellista systematiikkaa. Matriisikaavioon viitaten yhtiöllä voi kuitenkin olla merkittäviä tarpeita yhtiön velkoihin kohdistuville kompromisseille ja/tai järjestelyille myös tilanteissa, joissa todennäköisen maksukyvyttömyyden edellytys ei täyty. Näitä järjestelyjä ei näin voitaisi toteuttaa menettelyssä, jonka edellytyksenä on todennäköinen maksukyvyttömyys. Tämän edellytyksen voidaan toki perustellusti argumentoida olevan laajasti tulkinnallinen, mikä voi oikeuskäytännössä aiheuttaa sen jäävän vaille suurempaa merkitystä. Toinen yhtiön kannalta merkityksellinen kysymys liittyy menettelyn kategorisoitumiseen maksukyvyttömysoikeudelliseksi menettelyksi yhtiöoikeudellisen menettelyn sijaan. Tällä kysymyksellä on vähintään käytännön sopimusoikeudellinen ulottuvuus, joka liittyy rahoitussopimusten vakiomalleissa käytettyihin velkojen ennakaisiin lainojen eräännyttämisoikeuksiin, perustuen mihin tahansa yhtiön kohdistuvaan maksukyvyttömyysmenettelyyn.

Yhtiön velkojen saman luokan enemmistön ja vähemmistön välistä oikeussuojadynamiikkaa tarkasteltiin edellä laajemmin liittyen näiden molempien ryhmien velkojaoikeuksiin liittyvään perusoikeuksien suojan tarkasteluun. Viittasin sen yhteydessä analogisesti Suomen oikeuden lähtökohtaisesti tunnustamaan oikeuden väärinkäytön kielto -ajatteluun, jonka mukaisesti minkään lain rationa ei voi olla suojata vahingon aiheuttamista toiselle tai estää kokonaan toista käyttämästä oikeuttaan. Vaikka yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely toteutetaan lähtökohtaisesti yhtiön intressissä, sen keskeinen ratio on turvata yhtiön osakkaita ja velkoja saman luokan vähemmistöä vastaan tilanteissa, joissa vähemmistö käyttää oikeuttaan luokan yhteisen intressin vastaisesti.

Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely on ainoastaan menettelyllinen säädös, jonka perusteella tuomioistuimet tekevät harkintaansa perustuen ratkaisuja yksittäisissä materiaalsen oikeuden kysymyksissä. Tuomioistuinmenettelyssä tulevatkin punnittavaksi asianmukaisesti kunkin osapuolen materiaalsen oikeudet, mahdollisessa eturistiriidassa tuomioistuimen tulee harkita eri osapuolten argumentaatio oikeuksien turvaamisessa. On huomattava, että menettelyssä kaikki ne ryhmät, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan äänestävät omissa luokissaan, eli selkeän enemmistön kanta on saatava kaikista niistä luokista, joihin ehdotetulla menettelyllä on vaikutusta.

1.5 Oikeussuojatarpeet osakkeiden järjestelyissä

Yhtiön osakkeisiin liittyviin järjestelyihin liittyen on edellä tarkasteltu osakkaiden yhdenvertaisuuteen liittyviä kysymyksiä toisaalta yhtiöoikeuden perusteella sekä toisaalta arvopaperimarkkinaoikeuden perusteella. Osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen lähtökohtana korostetaan osakkeiden yhtiössä tuottamia yhtäläisiä oikeuksia, kun taas arvopaperimarkkinaoikeuden kohteena on sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun periaate. Timonen korosti jälkimmäisen osalta erityisesti tarvetta saada yhdenvertaisuuden kriteeriksi sijoitusten arvon säilyttämisen takeet.³⁹⁵

Mietittäessä sijoittajien suojan kannalta yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä, erityisesti sijoitusten arvon säilyttämisen takeiden näkökulmasta, Scheme-menettely toisi nykyistä järjestelmäämme täydentävän mahdollisuuden sijoitusten arvon suojaamiseksi.

Menettelyssä yhtiö voisi halutessaan, joko itse tai yhteistoimin sijoittajien kanssa, esittää yhtiön osakkeisiin kohdistuvaa järjestelyä, joka on sekä yhtiön, että sijoittajien intressien mukainen. Mikäli ehdotettu järjestely saisi selvän lain edellyttämän määräenemmistön kannatuksen jokaisessa niistä osakkaiden luokista, joita järjestely koskee ja tuomioistuimen harkitessa menettelyn olevan osakkaiden yleisen edun mukainen, olisi tuomioistuimen päätöksellä mahdollista vahvistaa järjestelyn velvoittavan myös sitä vastaan äänestäneitä tai äänestyksestä pidättäytyneitä osakkaita. Tällöin on nimenomaan kysymys tehostuneesta mahdollisuudesta sijoitusten arvon suojaamiselle.

Suomalainen arvopaperimarkkinaoikeus on kehittynyt merkittävästi sijoittajia suojaavaan suuntaan, erityisesti osakkeita koskevan osakkaan tarjousvelvollisuuden rajan madalluttua EU:n edellyttämää tasoa alhaisemmalle tasolle. Nykyisen AML 11:9 §:n nojalla osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista. Yhtiöoikeutemme on ollut tässä suhteessa dynaamista, erityisesti otettaessa huomioon yhtiön omistuksen kolmasosan rajan ylittymisen mukanaan tuomat merkittävät lisäoikeudet yhtiössä, ja tälle käänteisesti yhtiön jopa lähes kahden kolmasosan omistajien rajoittuneet toimintamahdollisuudet yhtiössä. Nykyisessä yhtiöoikeuden järjestelmässämme osakkeiden kolmasosan omistuksella pystytään estämään lähtökohtaisesti kaikki yhtiön yhtiöjärjestyksen muutokset sekä yhtiötä koskevat sulautumis- tai jakautumismenettelyt.

Järjestelmäämme voidaan kuitenkin edelleen arvioida sen suhteen, turvataanko nykyisessä mallissa puolestaan riittävästi osakkaiden merkittävän enemmistön oikeuksia sijoitustensa arvon turvaamisessa? Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely voisi enemmistö- ja vähemmistöomistuksiin liittyvien oikeuksien suojaamisen relaatiassa tuoda uuden oikeuksien käyttöä tasapainottavan menettelyn, jossa, tarvittaessa myös yhtiön omistajien määräenemmistöllä olisi yhtiön myötävaikutuksella oikeus saada kollisiokysymykset ratkaistuksi tuomioistuimessa vähemmistöä velvoittavasti. Tämän tyyppinen

³⁹⁵ Pekka Timonen, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, Lakimiesliiton kustannus, 1997.

menettelymahdollisuus täydentäisi hyvin nykyistä arvopaperimarkkinaoikeudellista sijoittajansuojajärjestelmää – erityisesti, jos menettelyyn liittyvä enemmistövaatimus asetettaisiin nykyisen yhtiöoikeutemme kriittiselle kahden kolmasosan enemmistön tasolle.

Eri osapuolten oikeussuojaa arvioitaessa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn äänestyksiin liittyvä luokkajako on erittäin keskeinen menettelyn rakenteellinen elementti. Luokkajaon lähtökohtana on, että jokainen velkoja tai osakkeenomistaja, jonka *oikeudet* poikkeavat toisten velkojien tai osakkaiden oikeuksista on oikeutettu äänestämään ehdotuksesta omassa luokassa. Pelkkä eroavuus *intresseissä* ei tähän kuitenkaan vielä oikeuta. Vastuu äänestyksiä varten tarvittavien ryhmien muodostamisesta on lähtökohtaisesti hakijalla, mutta tuomioistuin voi myös tarvittaessa puuttua luokkajakoon siitä lopullisesti päättäessään.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa vertailussa tavanomaisen julkisen ostotarjouksen sekä yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutetun julkisen ostotarjouksen välillä olen tarkastellut uudelleenjärjestelymenettelyä erityisesti perinteisen agentti–päämies teorian näkökulmasta. Ostotarjousmenettelyihin liittyen voidaan määrittää kolme keskeistä *relaatiota*; *ostokohteen johdon ja osakkaiden välinen suhde*, *suhde ostokohteen enemmistö- ja vähemmistöomistajien välillä* sekä *suhde yhtiön ja sen muiden sidosryhmien, velkojien, työntekijöiden ynnä muiden välillä*.

Yhtiön johdon ja osakkaiden välinen relaatio on tärkeä ja voi käytännössä myös uudelleenjärjestelymenettelyjen osalta muodostua haasteelliseksi erityisesti hajautetusti omistettujen yhtiöiden kohdalla. Jaksossa II.1.1. tarkastelin tarkemmin yhtiön myötävaikutuksen edellytystä uudelleenjärjestelymenettelyissä. Tätä kysymystä on kuitenkin tärkeä käsitellä edelleen liittyen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutettavaan ostotarjousmenettelyyn koskien julkisella tai monenkeskisellä markkinalla noteerattua yhtiötä. Englannin oikeuskäytännössä tapauksen *Re Savoy Hotel Ltd* perusteluissa katsottiin:

*“[e]ven though the court does not have jurisdiction to sanction the scheme at the second court hearing, in the absence of the company’s approval, nevertheless the court has the power at the first hearing to direct the meeting be held on the application of a member or creditor. Further members or creditors of one class can apply to convene a meeting of another class. However, there is an important restriction on this power: the court will not order such meetings where it is clear that the company’s approval will not be obtained, since in those circumstances it is clear that the court will be unable to sanction the scheme at the second stage.”*³⁹⁶

Tämän perusteella yhtiön myötävaikutus ei ole suorastaan välttämätöntä uudelleenjärjestelymenettelyn käynnistämisen osalta, mutta menettelyn käynnistäminen ilman yhtiön myötävaikutusta on käytännössä haasteellista liittyen hakijalle asetettuun velvoitteeseen pystyä osoittamaan tuomioistuimelle, että yhtiön suostumus on todennäköisesti yhtiön kokousten päätösten kautta saatavissa.³⁹⁷

³⁹⁶ Savoy Hotel Ltd, Re [1981] Ch 351.

³⁹⁷ Jennifer Payne, 2014, 30-31.

Enemmistö- ja vähemmistöomistajien välisen suhteen kannalta ostotarjousmenettelyihin liittyy uudelleenjärjestelymenettelyssä erityinen täydentävä oikeussuoja liittyen tarjoajan aikaisempaan omistukseen yhtiössä. Tarjoajan ennestään omistamalla osakkeilla ei voida Englannin oikeuskäytännön mukaisesti äänestää menettelyssä, koska näiden osakkeiden osalta ei tapahdu muutosta osakeisiin liittyvissä oikeuksissa. Näin ollen tilanteissa, joissa tarjoaja on hankkinut tarjouskohteesta omistusta ennen tarjouksen tekemistä niin kutsutun stake-building -menettelyn mukaisesti, tarjoajan on otettava huomioon, että vaadittava määräenemmistön kannatus on menettelyssä saatava kaikilta muilta yhtiön kokouksessa edustettuina olevilta osakkailta.

Jaksossa III.4. on tarkemmin kuvattu eroja enemmistö- ja vähemmistöomistajien välisessä oikeussuojassa liittyen tavanomaiseen ostotarjousmenettelyyn ja mahdollisen uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutettuun ostotarjoukseen. Edellä mainittuun äänestysmenettelyyn liittyviin sääntöihin perustuen Scheme-menettelyn oikeussuojarakenteen voidaan omistajien enemmistön ja vähemmistön välisessä relaatiossa katsoa olevan rakenteellisesti tavanomaista ostotarjousmenettelyä parempi. Merkittävänä erona kuitenkin on, että uudelleenjärjestelymenettelyyn ei enää liittyisi nykyisen lainsäädäntömme tarjousmenettelyihin liittyvää rajaa tarjoajan oikeudelle lunastaa jäljellä olevat yhtiön osakkeet vasta saavutettuaan 90 prosentin omistuksen yhtiössä, koska Scheme-menettely sitoo tuomioistuimen vahvistuspäätöksellä suoraan kaikkia yhtiön osakkeita.

Muiden yhtiön sidosryhmien kannalta ei yhtiön omistusta koskevan uudelleenjärjestelymenettelyn voida katsoa eroavan merkittävästi tavallisen ostotarjousmenettelyn kautta tapahtuvasta omistumuutoksesta. Keskeisintä molemmissa on omistuksen vaihtuminen, ei vaihtumisen mekanismi. Sekä tarjouksen tekijän, että sen rahoittajien kannalta saattaa kuitenkin olla varsin tärkeää, että yhtiön koko omistus muuttuu ennakoitavasti ilman viivettä. Tämä helpottaa esimerkiksi kohdeyhtiön kohdistuvien, rahoittajien usein toivomien, rakennejärjestelyjen toteuttamista.

1.6 Oikeussuojatarpeet mahdollisissa velkoja–osakasasemien kollisiotilanteissa

Seppo Villan mukaan velkojan tai yhtiön statuksen mahdollisessa sivuuttamisessa on kysymys oikeusjärjestyksen sisäisestä normikollisiosta, jossa vahvemmat normit syrjäyttävät heikommat:

*”Velkojan samaistus osakkeenomistajaan ja vastuun samastus murtavat velkojan, osakeyhtiön ja osakkeenomistajan yhtiö- ja velvoiteoikeudelliseen lainsäädäntöön perustuvan statuksen (aseman/muodon) suhteessa tertiukseen.”*³⁹⁸

Kolmannen kannalta velkojan samaistuessa osakkeenomistajaan on kyse siitä, että velkojan asema velkojana sivuutetaan ja hänen saatavaa käsitellään oman pääoman sijoituksen kaltaisesti. Vastaavasti vastuun samastumistilanteissa osakeyhtiön ja sen omistajien varallisuuden erillisyyden periaate ylitetään omistajien joutuessa henkilökohtaisesti vastaamaan yhtiön sitoumuksista. On huomattava, että

³⁹⁸ Seppo Villa, Pääomalaina, Lakimiesliiton kustannus, 1997, 385-386.

molemmissa poikkeustilanteissa yhtiön ja sijoittajan välisessä suhteessa statukset säilyvät muuttumattomina.

Villan korostama yhtiön velan ja osakkeen välisen rajan hämärtyminen tietyissä erityistilanteissa korostuu myös Lautjärven Välipääomarahoitusta koskevassa tutkimuksessa.³⁹⁹ Lautjärven kuvaamalla tavalla osakkeen ehtoihin voidaan liittää elementtejä ja edelleen poistaa elementtejä, joiden jälkeen osake on instrumenttina merkittävästi velkaa muistuttava. Vastaavasti velan ehtoihin voidaan liittää elementtejä ja vastaavasti poistaa elementtejä, joiden jälkeen velka on merkittävästi yhtiön osaketta muistuttava.

Kuitenkin, kuten Villa korostaa, yhtiön ja velkojan tai yhtiön ja osakkaan välisessä *intra partes* –relaatiossa velkaan tai osakkeeseen liittyvät velvoitteet yhtiöön nähden tai yhtiön velvoitteet velkaan tai osakkeeseen liittyen säilyvät ennallaan niissäkin tilanteissa, joissa näitä oikeuksia on tarpeen arvioida eri tavalla *tertiukseen* nähden.

Velkoja–osakas -asemien mahdollisissa kollisiotilanteissa yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn luokkajakoa koskevat periaatteet suojaavat eri osapuolten oikeussuojaa. Menettelyn keskeinen edellytys siitä, että kaikkien ryhmien kannatus on saatava erikseen jokaisessa luokassa, joiden oikeudet poikkeavat toisistaan, estää lähtökohtaisesti menettelyn väärinkäytön mahdollisuuden. Jos esimerkiksi yhtiön enemmistöomistaja on myös yhtiön velkoja, hän joutuu äänestämään velkasaatavansa osalta eri luokassa, kuin samaehtoisen velkainstrumentin haltija.

Erillinen oikeudellinen kysymys toki voi olla, voisiko tilanteessa, jossa i) oikeus katsoisi perustelluksi osakkaan samastumisen vastuuseen yhtiön velvoitteesta ja ii) jossa kuitenkin yhtiön ja sen velkojien kesken olisi hyväksytty tuomioistuimessa yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelyssä velan ehtojen muutos myös vähemmistövelkojaa sitovaksi, vähemmistövelkoja pystyä samastuksen kautta kohdistamaan alkuperäistä velan määrää koskevan vaatimuksen yhtiön osakkaaseen. Suhtautuisin pidättyvästi tähän mahdollisuuteen, koska uudelleenjärjestelymenettelyssä on jo vahvistettu saatavan määrä ja menettelyn luokkajako on varmentanut siihen liittyvät oikeussuojatarpeet.

Viitaten edelleen jaksossa VI.1.4. kuvattuun Englannin oikeuskäytäntöön, jossa yhtiöoikeudellisissa uudelleenjärjestelymenettelyissä on tietyissä tilanteissa katsottu voitavan järjestellä myös kolmannen vastuita, tapauksiin liittyvillä läheistä (esimerkiksi omistaja-asemaan perustuvaa) yhteyttä edellyttävillä perusteilla, näkisin tämän olevan mahdollista myös Suomen oikeudessa uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn yhteydessä. Tämä edellyttää kuitenkin saman tyyppisiä, erikseen määriteltäviä läheiseen yhteyteen liittyviä perusteita, kuin Englannin oikeudessa.

³⁹⁹ Kari Lautjärvi, Välipääomarahoitusinstrumentit, Talentum Media Oy, 2015.

2. Tutkimukseen perustuvat johtopäätökset de lege ferenda

2.1 Tutkimuksen johtopäätökset de lege ferenda

Viittasin tutkimukseni metodologiaa määrittellessäni Tuula Linnan *de lege ferenda* -tutkimuksen rationaaliselle mallille määrittämiin dispositiivisiin pääkohtiin:

- i) tavoitteenasettelu;
- ii) lähtökohtatilanne;
- iii) potentiaalisten oikeudellisten keinojen kartoitus sekä kausaalisuhteiden analyysi; ja
- iv) keinovalinnan justifiointi.⁴⁰⁰

Asettamiini tutkimuskysymyksiin perustuen tutkimukseni on keskittynyt arvioimaan Englannin oikeuden perusteella muotoillun eurooppalaisen malliosakeyhtiölain EMCA:n yhtiöoikeudellista yhtiön osakkeiden ja velkojen uudelleenjärjestelymenettelyä koskevien säästösten soveltumista Suomen oikeuteen.

Lähtötilanteen analyysissä olen vahvistanut käytäntöön perustuvaa havaintoa yritysten rahoitusrakenteen diversifikaatiokehityksestä. Diversifikaatiokehitys olisi sellaisenaan mielenkiintoinen tutkimusalue, jota on yllättävän vähän tutkittu myöskään taloustieteen puolella. Eurooppalaisen rahoitusmarkkinan diversifikaatiosta löytyy tutkimuksia paremminkin liittyen rahoitusmarkkinan rakenteeseen. Esimerkiksi Euroopan keskuspankin tutkimuksissa on analysoitu diversifikaation markkinavaikutuksia seuraavasti:

*“Corporate bond markets have deepened over the last decade, not only in the euro area but also in other major advanced economies. This is also related to de-risking and de-leveraging in the banking sector following the crisis. Since loans became more difficult to obtain in the still bank-based European financial system, firms increasingly turned to issuing bonds. With the exception of France, however, the relative size of national NFC corporate bond markets still lags behind those of the US and the UK.”*⁴⁰¹

Sen sijaan taloustieteellistä tutkimusta diversifikaation vaikutuksista yritystasolla ei ole vielä ainakaan merkittävästi löydettävissä. Tutkimuksessani vahvistunut oletama yritysrahoituksen rakenteellisesta diversifikaatio -muutoksesta olisikin sellaisenaan mielenkiintoinen tutkimusteema taloustieteen puolella.

Liittyen Linnan määrittämään kolmanteen dispositio-alueeseen – potentiaalisten oikeudellisten keinojen kartoitukseen sekä kausaalisuhteiden analyysiin – olen tarkastellut potentiaalisia malleja erityisesti sekä

⁴⁰⁰ Tuula Linna, Ulosottorealisoinnista De Lege Ferenda, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 1987, s. 34.

⁴⁰¹ The European Central Bank, Financial integration in Europe, May 2018, s. 98 saatavilla:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>>, versio 25.10.2018.

vireillä olevan Hollannin lainsäädäntöehdotuksen että eurooppalaisen malliosakeyhtiölain EMCA:n valmisteellun mallin perusteella.

Olen määrittänyt nämä kaksi keskeistä vertailumallia perustuen European Law Institutun kattavaan vertailututkimukseen, ELI Studyiin, jossa oli määritetty kaikista EU:n jäsenvaltioista kaikkiaan kymmenen jäsenvaltiota, joilla on jo käytössä jonkin tyyppinen ennaltaehkäisevä velkojen uudelleenjärjestelymenettely. Valitsin Englannin oikeuden vertailumalliksi juuri Hollannissa vasta vireillä olevan uudelleenjärjestelymenettelyn, koska Hollannissa oli tehty jo pitkään varsin perusteellista lainvalmistelua tämän alueen osalta. Hollanti oli ymmärtääkseni pidättäytynyt lopullisesta lainsäädäntöesityksistä odottaessaan Komission Direktiiviehdotuksen lopullista muotoutumista.

Kausaalisuutta ennaltaehkäisevien menettelyjen tehokkuudesta sekä oikeudenmukaisuudesta olen vahvistanut erityisesti jaksossa III esitettyjen oikeustaloustieteen perusteella tehtyjen eri käytettävissä olevien menettelyjen vertailuilla, verraten ensinnäkin nykyisin käytössä olevaa yrityssaneerausmenettelyä yrityksen yksittäisen lainajärjestelyn uudelleenjärjestelyyn yhtiöoikeudellisen Scheme of Arrangement -menettelyn kautta. Toiseksi olen verrannut yhtiön julkisen ostotarjouksen toteuttamista nykyisen tarjousmenettelyn kautta vertailuna Scheme of Arrangement -menettelyn kautta toteutettuun tarjousmenettelyyn.

Tuula Linnan viimeistä dispositio-teesiä, keinovalinnan justifiointia, käsittelen tutkimuksen jaksossa III. Justifiointia kokonaan uuden menettelyn sisällyttämiseen Suomen oikeuteen voidaan ensimmäisenä, ja perustellusti, kyseenalaistaa pelkästään kysymyksellä, onko uudesta menettelystä odotettavissa taloudellista lisäarvoa kenellekään, vai luodaanko uudella menettelyllä ainoastaan turha uusi mekanismi jo entisestään haasteelliseen yritysten oikeudelliseen ympäristöön?

Vastauksena tähän kysymykseen esitin matriisikaavion eri oikeudellisista menettelyistä, joita yrityksellä sekä sen keskeisillä sidosryhmillä on – tai voisi olla – käytettävissään perustuen toisaalta yrityksen taloudelliseen tilanteeseen sekä toisaalta sen rahoitustilanteeseen hypoteettisissa kaavion kuvaamissa tilanteissa. Kun mietitään Suomen oikeuden, ja laajemmin Pohjoismaisten oikeuksien, nykyistä *de lega lata* -tilannetta, on tutkimukseni perusteella nähtävissä sekä yhtiön omasta näkökulmasta, että yhtiön omistajien ja velkojen näkökulmasta, tarpeita uuden menettelyn kehittämiselle; erityisesti esittämäni kaavion lohkossa, jossa sekä yhtiön taloudellinen, että sen rahoituksellinen asema ovat kunnossa, mutta yhtiön rahoituksessa on selvä järjestelytarve.

Olen edellä käsitellyt myös kysymystä maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä koskevan testin tarpeellisuudesta, tai paremminkin tarpeettomuudesta, liittyen ainakin osaan ennaltaehkäiseviä oikeudellisia uudelleenjärjestelymenettelyjä. Joka tapauksessa testin merkittävä relatiivisuus ja mahdollinen tarpeettomuus korostuvat edellä kuvatussa yrityksen hypoteettisessa tilanteessa.

Valtioneuvoston Velkakonservioselvityksen mukaisesti Ranskassa on käytössä viisi eri oikeudellista menettelyä velkojen uudelleenjärjestelyissä, Englannissa menettelyjä on neljä. Suomessakin voitaisiin nähdä perustelluksi kehittää yrityssaneerauksen ohelle toinen, ennakoivampi yhtiöoikeudellinen menettely tässä tutkimuksessa määritellyillä perusteilla. Jaksossa III.2. esitetyllä tavalla menettely toimii

yhtiön osakkeenomistajien oikeussuojaa kehittävänä menettelynä sekä jaksossa III.4. esitetyllä tavalla yhtiön velkojen oikeussuojaa edistävänä menettelynä.

Taloudellisen hyödyn osalta menettelyn oikeussuojavaikutusta on arvioitava suhteessa menettelyn aiheuttamiin kustannuksiin, joita uudesta tuomioistuinmenettelystä aiheutuu. Mahdollisessa lainsäädäntövaiheessa kustannusvaikutukset tulevat luonnollisesti asianmukaisesti analysoitavaksi, tässä yhteydessä viitataan jaksossa VII.2. käsittelemääni mahdollista suomalaista tuomioistuinmenettelyä koskevaan malliin, jossa uusi menettely voitaisiin keskittää joko yhteen erityistuomioistuimeen, joka toimisi nykyisen tuomioistuimen yhteydessä tai vaihtoehtoisesti niihin rajattuihin tuomioistuihin, joissa jo nykyisellään käsitellään yrityssaneerausmenettelyjä.

Edellä kuvattuihin rajallisiin kustannusvaikutuksiin verrattuna on oletettavaa, että kansantalouden hyöty yritystoiminnan jatkumisen edellytysten parantumisesta ennakoivan menettelyn tuoman oikeussuojan ja -varmuuden kautta on merkittävästi kustannuksia suurempi.

2.2 Keskeisten vertailukysymysten analysointi

Määritellessäni tutkimuskysymyksiä totesin perustellun näkemyksen muodostamisen tutkimusteemasta ja tutkimuskysymyksestä edellyttävän sekä osake- että velkainstrumenttien uudelleenjärjestelymenettelyjen osalta tehtävää erillistä arviointia, menettelyn keskeisten prosessuaalisten kysymysten arviointia sekä oikeusvertailua maksukyvyttömysoikeuden lähtökohdista toteutettuihin ennakoiviin uudelleenjärjestelymenettelyihin nähden. Edelleen arvioitavaksi tulivat toisaalta oikeudelliseen siirrännäiseen liittyvät kysymykset ja toisaalta uuden mallin omaksumista vaikeuttavat nykyisen järjestelmän ”polkuriippuvuuteen” liittyvät seikat.

Keskeisiksi vertailukysymyksiksi määrittelin tämän mukaisesti seuraavat kuusi kysymystä, joita tarkastelen tutkimuksen havaintojen perusteella, kutakin erikseen, täydentäen edellä esitettyjä dl-f-tutkimuksen rationaaliseen malliin liittyviä arvioita:

i) oikeustaloustieteen lähtökohdista tehtävä vertailu uudelleenjärjestelymenettelyn tehokkuudesta ja oikeudenmukaisuudesta verrattuna nykyiseen järjestelmäämme

Olen jaksossa III.2. verrannut yhtiön velkoihin kohdistuvaa uudelleenjärjestelymenettelyä nykyisen lakimme mukaiseen järjestelmään sekä esimerkkinä yhtiön osakkeisiin liittyvien uudelleenjärjestelyjen osalta eroja julkisen yhtiön ostotarjousmenettelyn toteuttamisessa nykyisen lain tarjousmenettelyn mukaisesti verraten sitä uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn kautta toteutettavaan ostotarjousmenettelyyn. Molempien vertailujen osalta olen arvioinut erikseen sekä tehokkuutta, että oikeudenmukaisuustekijöitä. Vertailujen lopputuloksena on nähtävä perusteltu tarve uudelle yhtiöoikeudelliselle menettelylle, lisäten tehokkuutta ja tuomalla parannusta erityisesti yhtiön osakkeiden tai velkojen tai näiden luokan enemmistön oikeussuojalle.

ii) uusien säädösten yhteensopivuus muiden yhtiöoikeudellisten menettelyjen sekä maksukyvyttömyysoikeuden, erityisesti yrityssaneerauslain kanssa

Jaksossa V.4. on tarkasteltu toisen vertailukysymyksen perusteella uuden yhtiöoikeudellisen menettelyn yhteensopivuutta muiden yhtiöoikeudellisten menettelyjen kanssa. Keskeisenä huomiona on, että eurooppalaiseen malliosakeyhtiölakiin sisältyy jo lähtökohtaisesti normihierarkkinen sääntely uudelleenjärjestelymenettelyn toissijaisuudesta lakiin jo sisältyviin sulautumista ja jakautumista koskeviin säädöksiin sekä rajan yli tapahtuviin sulautumisiin ja jakautumisiin nähden.

Jaksossa VIII tarkastelen edelleen uudelleenjärjestelymenettelyn suhdetta maksukyvyttömyysoikeuteen, erityisesti yrityssaneerausmenettelyyn. Jaksossa tarkastellaan menettelyä myös erityistäytäntöpanomenettelyihin nähden. Yleisenä lähtökohtana voidaan yrityssaneerauksen osalta pitää sen ensisijaisuutta menettelynä uudelleenjärjestelymenettelyyn nähden, vastaavista lähtökohdista, kuin yrityssaneeraus toimii ensisijaisena menettelynä konkurssiin nähden.

iii) yhtiöoikeudellisen oikeussuojajärjestelmän arviointi agentti–päämies teoriaan perustuen erityisesti julkisiin ostotarjoustilanteisiin liittyen

Uudelleenjärjestelymenettelyä on jaksossa I.1.6. arvioitu edelleen yhtiöoikeudellisen agentti–päämies teorian pohjalta erityisesti julkisiin ostotarjouksiin liittyen. Arvion kohteena on kolme keskeistä relaatiota; yhtiön ja sen johdon välinen relaatio, yhtiön ja sen omistajien enemmistön ja vähemmistön relaatio sekä yhtiön relaatio kolmansiin tahoihin, erityisesti velkojiinsa nähden. Julkisiin ostotarjouksiin liittyvien oikeussuojanäkökohtien kannalta näistä keskeisin liittyy enemmistö- ja vähemmistöomistajien väliseen relaatioon. Uudelleenjärjestelymenettelyn luokkajakoa koskeviin periaatteisiin liittyy tässä suhteessa keskeinen oikeussuojaa parantava mekanismi, jonka mukaisesti julkisessa ostotarjouksessa tarjouksen tekijän tarjouksen kohteena olevasta yhtiöstä ennalta omistamien osakkeiden osalta ei voida osallistua menettelyn äänestykseen, vaan vaadittu määräenemmistö äänistä lasketaan perustuen kaikkiin muihin kokouksessa edustettuina oleviin osakkeisiin.

iv) Englannin oikeuden uudelleenjärjestelymenettelyn toimivuuden arviointi oikeudellisena siirrännäisenä normiston ohella myös siihen liittyvän käytännön ja kulttuurin kannalta

Edellä jaksossa V.1.1. viitattiin eurooppalaisen malliosakeyhtiölain EMCA:n laatimiseen osallistuneen 28 jäsenmaan professoreiden muodostaman työryhmän esittämiin ennakkovaraumiin Englannin oikeuden mukaisen uudelleenjärjestelymenettelyn toimivuudesta muiden jäsenmaiden yhtiöoikeuden osana. Perustellun harkinnan jälkeen EMCA-mallilain laatinut työryhmä päätyi kuitenkin siihen, että Scheme-menettely otettiin mukaan mallilain elementiksi. Perusteluissa korostetaan kuitenkin uudelleenjärjestelymenettelyn osalta korostunutta asiantuntemuksen tarvetta menettelyyn liittyviä kysymyksiä käsitteleville tuomioistuimille.

Kuten Husa oikeudellisten siirrännäisten ongelmallisuutta koskevassa artikkelissaan korostaa, normiston toimivuus on kuitenkin vasta ensimmäinen taso tarvittavassa siirrännäisten perustellussa arviossa: ”Oikeusvertailussa on kyse oikeuden (normisto + käytäntö + kulttuuri) tutkimuksesta, ei pelkästään

oikeudellisten normistojen tai lainsäädäntöjen tutkimuksesta.”⁴⁰² Husa viittaa sinänsä oikeudellisen integraation harmonisoivaan vaikutukseen ja siihen, että on perusteltua olettaa, että oikeusperheiden väliset erot tulevat tämän seurauksena pienentymään. Husan käsityksen mukaan erityisesti seuraavat seikat tulevat vertailuja tehtäessä hyvin perustelluiksi:

”a) on olemassa erityinen tapa, jolla oikeudellisista siirrännäisistä on rationaalista keskustella,

b) on olemassa erityisiä (ei-ahtaasti oikeudellisia) seikkoja, joihin siirrännäisproblematiikassa kannattaa kiinnittää huomiota ja

*c) tarvitaan pintaa syvemmälle uppoavaa vertailua ja kontekstuaalista, oikeuskulttuurista tietoa oikeusjärjestysten historiasta, ’tyylistä’ ja ’ilmastosta’.”*⁴⁰³

Normien teknisen tason vertailun kannalta, perustuen erityisesti EMCA:n professoriryhmän perusteltuun näkemykseen, on yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn liittyen vaikea nähdä siirrännäiseen liittyviä, ainakaan erityisen merkittäviä ongelmia. Husan korostamia vertailuun liittyviä ”pinnan tarkastelua laajempia” seikkoja käsitellessä seuraavaan kysymykseen liittyen.

v) siirrettävän yhtiöoikeudellisen oikeussystematiikan sovittaminen osaksi Suomen oikeuden järjestelmää ja mahdollisten haasteiden rationaalinen ennakointi

Husan edellä mainittujen oikeusvertailulle keskeisten seikkojen tarkastelun tarve korostuu yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn osalta, koska mahdollisessa ”siirrännäisessä” olisi kysymys myös uuden systematiikan kiinnittämisestä Suomen oikeuteen. Oikeudelliset kysymykset, jotka suomalaisessa oikeusjärjestelmässä on voitu käsitellä lähtökohtaisesti ainoastaan maksukyvyttömysoikeudellisessa menettelyssä, tulisivat uuden systematiikan mukaisesti käsiteltäväksi, ainakin merkittäviltä osin, yhtiöoikeudellisessa menettelyssä. Edellä jaksossa I.1.6. käsitellessä tarkemmin yhtiöoikeuden määrittelyn kannalta yhtiöoikeuden ulottuvuutta. Yhtiöoikeuden ulottuvuuden kannalta ei ole nähtävissä syitä, joiden perusteella yhtiöoikeuden systematiikkaan ei voitaisi sisällyttää Scheme of Arrangement –perusteista uudelleenjärjestelymenettelyä.

Keskeisenä oikeudellisen järjestelmän tason mahdollisena haasteena tarkastellen edelleen Englannin oikeuden common law -järjestelmän ja pohjoismaisten oikeusjärjestelmien rakenteellisen eron mahdollista vaikutusta yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn ”siirrännäisen” mahdollisiin uudelleenkiinnittämiseen liittyviin haasteisiin. Nina Wilkman on tuoreessa tutkimuksessaan tarkastellut systeemisistä eroja sopimusoikeudessa common law -järjestelmien ja pohjoismaisten oikeusjärjestelmien välillä.

⁴⁰² Jaakko Husa, Oikeudellisten siirrännäisten ongelmallisuus – esimerkkinä oikeussystematiikka ja hallintolainkäytön organisointi, Lakimies 3/1999, s. 376-397.

⁴⁰³ Idem, s. 395.

Wilkmanin arvion mukaisesti common law -maissa edelleen vallitseva kaksijakoinen oikeusjärjestelmä common law –oikeuden ja equity –oikeuden välillä on tärkeää ymmärtää vertailtaessa kahden oikeuskulttuurin välistä sopimusoikeutta:

“The dual system of equity and common law may seem of less relevance for business acquisitions between equally strong business parties, but equity law has an impact even on business acquisitions, as equitable remedies are available for parties in contractual relationships. The equitable remedies of most relevance for business acquisitions are in the UK: ‘injunction’ (the defendant is ordered to do or not do something), ‘specific performance’ (a party has to fulfill an agreement), ‘rectification’ (the wording of a document is changed, as the original wording does not express the true intention of the parties thereto) and ‘rescission’ (restores the parties to the position they were in before the contract was signed).”⁴⁰⁴

Yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä ja sen toimivuutta on arvioitava sellaisenaan itsenäisesti mahdollisena oikeudellisenä siirännäisenä, jolloin muilla, sinänsä sen alkuperäisen kotivaltion oikeusjärjestelmään sisältyvillä mahdollisilla rinnakkaismenettelyillä ei tässä arvioissa ole merkitystä. Equity-oikeuden olemassaolo on kuitenkin tärkeä mieltää arvioitaessa järjestelmiä oikeuskulttuurin tasolla. Yhtiöoikeudellisessa uudelleenjärjestelymenettelyssä oikeussuojakeinot perustuvat kuitenkin lähtökohtaisesti kirjoitettuihin yhtiöoikeudellisiin säädöksiin ja määräytyvät edelleen common law –perusteisen oikeuskäytännön kautta.

Keskeinen tekijä, joka voi osin rajata yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käytännön sovellusulottuvuutta tuomioistuinkäytännössä liittyy perusoikeusjärjestelmämme soveltamiseen menettelyyn liittyen. Jakson IX mukaisesti yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely on nähtävä ainoastaan uutena menettelyllisenä järjestelmänä, joka mahdollistaa ristiriitojen käsittelyn uuden tyyppisessä tuomioistuinmenettelyssä. Vasta menettelyyn liittyvässä tuomioistuinmenettelyssä konkretisoituvat mahdolliset aineellisen oikeuden kollisiot eri osapuolten perusoikeuksien ulottuvuudessa; viime kädessä tuomioistuimen punnittavana on, onko saman osake- tai velkaluokan enemmistön vai vähemmistön näkemykselle saatavan tai osakkeen omaisuuden arvon suojaamisessa annettava suurempi arvo.

vi) Mahdollisten Suomen corporate governance -järjestelmään sisältyvien, olemassa olevan järjestelmän polkuriippuvuuspiirteiden tunnistaminen ja arviointi

Viimeisenä vertailukysymyksenä käsittelen corporate governance -säädösten polkuriippuvuuteen liittyvää aluetta. Tavoitteenani oli tunnistaa Suomen järjestelmään mahdollisesti liittyviä polkuriippuvuudesta aiheutuvia tekijöitä, joilla voisi olla vaikutusta uuden yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn käyttöön ottamiseen liittyen. Käsittelin jaksossa I.1.5. tutkimukseni teoriaa polkuriippuvuuteen liittyen. Viittasin Roen kolmeen paradigmaan; kaaosteoriaan, evoluutioon ja polkuriippuvuuteen. Roen mallin mukaisesti sääntelymuutoksia tulee arvioida niiden aikaansaamien hyötyjen ja haittojen erotuksen kautta. Bebchuk ja Roe kehittivät edelleen yhtiöoikeuden polkuriippuvuuden käsitettä vuonna 1999 ilmestyneessä artikkelissaan *“A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”*.

⁴⁰⁴ Nina Wilkman, Interpretation of Share and Business Acquisition Contracts, Unigrafia Oy, 2018, s. 54-55.

Artikkelin päätelmien mukaisesti he osoittivat, että ne yhtiöiden rakenteet, joita kunkin maan taloudessa ilmenee kunakin aikana, ovat todennäköisesti riippuvaisia rakenteista, joita maassa on aikaisemmin ollut.⁴⁰⁵

Polkuriippuvuuden osalta Bebchuck ja Brown määrittivät edelleen kahden tyyppistä riippuvuutta; rakenteellisiin tekijöihin perustuvaa riippuvuutta sekä säädös-perusteista riippuvuutta. Näitä he määrittivät seuraavasti:

*“One type of path dependence is structure driven. We showed how an economy's initial ownership structures directly influence subsequent choices of ownership structure. We identified two reasons for such structural path dependence -one grounded in efficiency and the other grounded in rent-seeking.”*⁴⁰⁶

*“The other type of path dependence is rule driven. We showed that initial ownership structures affect subsequent structures also through affecting the corporate rules under which these subsequent structures will be chosen.”*⁴⁰⁷

Arvioitaessa yhtiöoikeudellista uudelleenjärjestelymenettelyä ja sen vaikutusta polkuriippuvuuden kannalta on arvio tehtävä toisaalta mahdollisten rakenteellisten vaikutusten osalta sekä toisaalta mahdollisten sellaisten säädösten muuttumisen suhteen, jotka ovat vaikuttaneet nykyisiin rakenteisiin. Rakenteellisten polkuriippuvuustekijöiden osalta viittaa Klaus Ilmosen corporate governance -regulaation dynamiikkaa käsittelevään tutkimukseen. Pohjoismaista ja laajemmin eurooppalaista governance-järjestelmää käsittelevässä tutkimuksessaan Ilmonen kuvaa pohjoismaista julkisten yhtiöiden omistusrakennetta suhteellisen keskittyneeksi ja toteaa järjestelmiin liittyvän erilaisia kontrollimekanismeja.⁴⁰⁸ Kontrollin määrällisestä tasoa Ilmonen kuvaa seuraavasti:

*“Ownership concentration in the Nordic countries remains relatively high, with the largest shareholder having a reported average (mean of a data set of the largest listed companies) ownership share of 23.5 percent and the top five shareholders together a 44.8 percent share.”*⁴⁰⁹

Ilmonen arvioi myös erityisesti nykyistä lunastusoikeuden korkeaa 90 prosentin rajaa governance sääntelymme kannalta:

“Squeeze-out rules are another instrument that could be used to facilitate takeovers while improving protection for minority shareholders. In many cases, bidders give a high priority to certainty of execution. Even the risk of not acquiring the minimum level to allow a squeeze-out is often deemed detrimental to the launch of a transaction. Lowering the level triggering squeeze-out rights could be considered as a matter of policy. At the point where a majority shareholder

⁴⁰⁵ L.Bebchuck, M.J.Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, Stanford Law Review, 52 Stan.L.Rev. 127, 1999, s. 24.

⁴⁰⁶ Idem, s. 24.

⁴⁰⁷ Idem, s. 24.

⁴⁰⁸ Klaus Ilmonen, Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives, Unigrafia Oy, 2016, s. 160.

⁴⁰⁹ Idem, s. 160.

holds a sufficient portion of shares to effectively control most aspects of corporate decision-making, a portfolio theory of share ownership would suggest that minority shareholders have few other relevant interests to be protected than the economic value of their investment. In takeover bids, it should be recognized, however, that the lower the level of acceptance, the higher the proportion of shareholders who deem the price offered insufficient. Nevertheless, considering the level of ownership concentration in many EU member states, the minimum threshold for squeeze-outs in the Takeover Directive could well be lowered from the current 90 percent.”⁴¹⁰

Tarkastelin edelleen jaksossa X.2.4. corporate governance -sääntelyn politiikan kannalta mahdollista uutta uudelleenjärjestelymenettelyä. Polkuriippuvuuden osalta on kysymys muutoksesta, joka vaikuttaa sekä rakenteellisen että sääntelyyn perustuvaan polkuriippuvuuteen, jotka on luonnollisesti huomioitava uutta menettelyä arvioitaessa.

Suomalainen yhtiöoikeus on kehittynyt dynaamisesti erilaisista polkuriippuvuusnäkökohdista riippumatta; vuoden 2006 osakeyhtiölain uudistus on tästä erityisen hyvä esimerkki. Kun kyetään rationaalisesti perustelemaan uudistuksen mukana tuomat edut sekä omistaja-arvon säilyttämisessä, että velkoja-aseman turvaamisessa, uudistus on perusteltavissa mahdollisista ”suomalaiseen” ja ”pohjoismaiseen” järjestelmään kohdistuvista polkuriippuvuusvaikutuksista huolimatta.

Suomalaisessa lainvalmistelussa vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistusta voidaan pitää esimerkkinä irtautumisesta vahvasta polkkuriippuvuusajattelusta. Roen paradigmaa mukaellen, tie vedettiin uudistuksessa suoremaksi ja leveämmäksi niin, että osa vanhoista taloista, eli käytännöistä, jäi tien piiriin ja uuden linjauksen ulkopuolelle, mutta tiellä tavoitettiin kokonaan uusia alueita, kuten nimellisarvoton pääomarakenne ja kehittynyt velkojiensuojajärjestelmä uuden maksukykyisyys-testin kautta. Seurauksena on ollut pääoman allokoinnin ja sisällöllisen rakenteen tehostuminen ja velkojiensuojan vahvistuminen.

Sitä vastoin ne lain kohdat, tien linjaukset, joissa ehkä voidaan argumentoida vielä pysytyn vahvasti polkuriippuvuudessa, liittyen selvitystila- ja velkojiensuojamenettelyyn (esimerkiksi liittyen uudelleenjärjestelymenettelytilanteisiin), ovat palvelleet käyttäjää ja yhteiskuntaa yhä heikommin, aiheuttaen tien korjauskustannuksia ja turhia transaktiokustannuksia.

2.3 Arvio mahdollisista positiivisista tai negatiivisista ulkoisvaikutuksista (”externalities”)

Kaisanlahti tarkastelee yhtiön kolmansille, yhtiön ulkopuolisille, aiheuttamia ulkoisvaikutuksia, näiden sisäistämistä ja mahdollista ehkäisyä. Paraatiesimerkkeinä ulkoisvaikutusten huomioimisesta hän

⁴¹⁰ Idem, s. 306.

mainitsee erityislainsäädäntöön perustuvan rahastointivelvoitteen, joka on asetettu yhtiölle sekä vastaavan velvoitteen vaatia vakuutusuojaa yhtiön aiheuttaman vahingon varalle.⁴¹¹

Yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn osalta selvin ryhmä, jolle voisi ajatella olevan negatiivinen vaikutus uudelleenjärjestelymenettelyn käyttöön ottamisesta, on osakkeen tai velan vähemmistöoikeuksien olemassaolon varaan toimintaansa perustavat markkinatoimijat. Nämä toimivat kuitenkin aina osana jotain yhtiön sidosryhmää, osakkaina tai velkojina, joten heidän osaltaan ei voida puhua ulkoisvaikutuksista.

Ryhmä, johon kansainvälisessä maksukyvyttömyysoikeutta käsittelevissä artikkeleissa viitataan ehkä yleisimmin ulkoisvaikutusten kohteena, on menettelyjen kohteena olevan yrityksen kilpailijayritykset. Yritysten terveen kilpailuympäristön kannalta on tärkeää, että maksukyvyttömyysjärjestelmä toimii moitteetta, ilman merkittäviä viivästyksiä ja turvaa kilpailijoihin nähden reilun ja tasapuolisen ”pelikentän”. Reilun pelikentän kannalta keskeisessä asemassa ovat kuitenkin eri maksukyvyttömyysoikeudelliset saneerausmenettelyt. Tähän kysymykseen liittyen amerikkalaisessa oikeuskirjallisuudessa viitataan usein kokonaisena toimialana lentoliikenteeseen, arvioitaessa pitkäkestoisten menettelyjen negatiivisia vaikutuksia kilpailijoihin nähden. Lentoliikennetoimialalla on ajoittain ollut tendenssinä, että merkittävä osa koko toimialan yhtiöistä on ollut pitkäkestoisten saneerausmenettelyjen kohteena.⁴¹² On selvää, että saneerausmenettelyn suojalla on kilpailijoihin nähden merkittävä vaikutus. Ciliberto ja Schenone arvioivat vaikutusta seuraavasti:

*”However, non-bankrupt firms do not enjoy the concessions that bankruptcy grants the insolvent firm, for example, in terms of lease and labor contract renegotiations and rejections. Thus, these firms are limited in the way in which they can reorganize their business plan to respond to changes adopted by the bankrupt firm.”*⁴¹³

Yhtiöoikeudellinen uudelleenjärjestelymenettely on lähtökohdaltaan ennakoiva menettely. Saneerauksesta poiketen, on vaikea mieltää sen aiheuttavan sellaisenaan mitään menettelyyn perustuvaa negatiivista kilpailijavaikutusta tai muutakaan ulkoisvaikutusta. Yhtiöoikeudelliseen uudelleenjärjestelymenettelyyn ei liity saneerausmenettelyn kaltaista mahdollisuutta velkoihin liittyville maksu- ja perintäkielloille tai mahdollisuutta valita jatkettavia vuokra- tai työsopimuksia. Näin menettelyllä ei ole epätervettä vaikutusta markkinoihin.

⁴¹¹ Timo Kaisanlahti, Kolme ikaikaista petkelettä taloustieteen työkalupakista finanssimarkkinan oikeustutkimukselle, 25.9.2018, Helsingin yliopisto, finanssimarkkinaoikeuden seminaariesitelmä.

⁴¹² F.Ciliberto, C.Schenone, Are the Bankrupt Skies the Friendliest?, University of Virginia, University of Virginia McIntire School of Commerce, 9.12.2012, <<https://core.ac.uk/download/pdf/12033135.pdf>>, versio 25.10.2018.

⁴¹³ Idem.

2.4 Arvio perustuen laajempaan corporate governance -politiikkakehikoon

Esittelin aikaisemmin Pörssisäätiön tutkimusta perheomisteisista listatuista yrityksistä.⁴¹⁴ Tutkimuksen kohteena olivat suomalaiset listatut yritykset, joissa yksittäinen perheomistaja omisti vähintään kymmenen prosenttia yhtiön osakkeista. Kääntäen näillä kullakin omistajalla olisi nykyisen lainsäädäntömme mukaisesti mahdollisuus hold-out -positioon, jonka kautta omistajilla olisi mahdollisuus käytännössä estää esimerkiksi yrityksen poistaminen pörssilistalta. Tutkimuksen mukaan määritelmän mukainen perheomistajuus osoittautui kohdeyhtiöille taloudellisesti edulliseksi, parantaen yritysten tuloksellisuutta. Näin voidaan perustellusti argumentoida hold-out -positioiden toimivan ainakin joissakin tilanteissa eduksi yhtiöille. Tässä suhteessa tulee siis ymmärtää, että uudelleenjärjestelymenettelyn rationa on puuttua ainoastaan hold-out -position väärinkäyttöön.

Kansantalouden edun näkökulmasta on laajemmassa corporate governance -kehikossa tärkeää arvioida erilaisten omistusrakenteiden vaikutusta yrityksiin. Näin voidaan analysoida mahdollista tarvetta rakenteiden regulatiiviseen ohjaukseen, luonnollisesti EU:n normikehikon puitteissa sekä rakenteellisten, polkuriippuvuuden perusteella toimivien ohjaustekijöiden ohella.

Tutkimukseni on keskittynyt yritysten, sekä vieraan että oman pääoman rahoitusinstrumenttien uudelleenjärjestelymahdollisuuksiin yhtiön intressissä olevien kompromissien tai järjestelyjen aikaansaamiseksi. Korostan edelleen, että tutkimukseni ei lähtökohtaisesti pidä niin kutsuttuja hold-out -positioita negatiivisina, mutta keskittyy oikeussuojaan niiden mahdollisen väärinkäytön lisääntyessä.

Ilmonen peräänkuuluttaa laajempaa vertailevaa analyysiä EU alueella käytettävistä corporate governance -rakenteista uuden regulaation kehittämiseksi:

*"This study suggests that further comparative analysis of different corporate governance models in the EU is important and useful for developing appropriate regulation. In this analysis corporate governance must be understood broadly. The factors affecting corporate enterprise and the relative positions of key corporate constituencies are not limited to the relevant provisions of national company law, but includes the broader regulatory and institutional environment. Relevant factors include the prevalent industrial structures and the prevalent structures of corporate ownership, effects of taxation, the quality of legal institutions (courts and agencies), the structure of the political system, and the dynamics of political coordination."*⁴¹⁵

Yhdyn Ilmosen edellä esittämään arvioon governance -järjestelmien laajemman analyysin tarpeellisuudesta sekä pohjoismaisella, että EU-tasolla. EU-tasoinen ohjaus tai vähintään jäsentyneempi keskustelu corporate governance -politiikasta on tärkeää. EMCA-ryhmä on tehnyt näkemykseni mukaan palveluksen tuodessaan tärkeän työkalun tähän keskusteluun. Ennen EMCA:n julkistamista mallin hyödyllisyydestä käytiin myös kriittistä keskustelua. Muun muassa Klaus Hopt totesi artikkelissaan:

⁴¹⁴ Pörssisäätiön tutkimus esitelty jaksossa VII.5.

⁴¹⁵ Klaus Ilmonen, Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives, Unigrafia Oy, 2016, s. 160.

*"In fact, pushing through a European Model Companies Act may have few advantages compared to large national codifications such as the UK Companies Act of 2006 (1300 articles, 700 pages), the German Aktiengesetz (410 paragraphs with 70 reforms since 1965), and French corporate law with its many special corporate forms. Yet, for Member States without a well-developed and codified corporate law, for transition economies and for countries outside the EU, such model laws can be very useful."*⁴¹⁶

Keskeisten jäsenmaiden nykyiset kodifikaatiot toimivat varmasti edelleenkin tärkeinä referensseinä muodostaen keskeisen corporate governance -sääntelyn perustan kansallisten yhtiöoikeuden säädösten hahmottamisessa. Tässä tutkimuksessa olen käsitellyt corporate governance -sääntelyyn liittyvää rajattua, mutta mielestäni keskeistä osa-aluetta. Tutkimukseeni perustuen väitän EMCA-työryhmän mallilakiin sisältyvän yhtiöoikeudellisen uudelleenjärjestelymenettelyn toimivan jäsenmaille hyvänä suunnannäyttäjänä.

3. Uudelleenjärjestelymenettely keskeiseksi osaksi Suomen rahoitusoikeutta

3.1 Yhteenvedo de lege ferenda: perusteltu ehdotus lainsäädäntömme kehittämiseksi

Tutkimusteemanani oli ollut kokonaisvaltaisen perustellun näkemyksen muodostaminen Euroopan malliosakeyhtiölakiin, EMCA:aan, perustuvien, yhtiön osakkeita tai näiden osaa tai yhtiön velkoja tai näiden osaa koskevien Schemes of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelysäännösten soveltumisesta sekä tarpeellisuudesta osaksi Suomen yhtiöoikeuden järjestelmää.

Tutkimusteemaan liittyvä väitteeni oli, että nykyinen oikeutemme ei tarjoa riittävää oikeussuojaa yhtiölle ja sen keskeisille sidosryhmille tilanteissa, joissa yhtiön osakkaiden tai velkojen vähemmistö voi käyttää opportunistisesti hyväkseen lain tai sopimusten perusteella syntyneitä vähemmistösuojaan perustuvia hold-out -oikeuksia. Tämän yleistyvän ongelman ratkaisemiseksi, tai ainakin kohtuullistamiseksi, olisi tärkeää harkita uutta yhtiöoikeudellista, yhtiön osakkeiden tai velkojen uudelleenjärjestelymenettelyä osaksi Suomen oikeutta.

Jaksossa V esittelin tutkimusteemaani liittyen EMCA:aan pohjautuvan mallin osakeyhtiölakimme uudistamiseksi siten, että siihen otettaisiin mukaan Scheme of Arrangement -uudelleenjärjestelymenettelyä koskevat säädökset. Tiedostaen oikeudellisen systematiikan siirrännäiseen liittyvän haasteellisuuden, olen tässä tutkimuksessa esittänyt perustellun argumentaationi tutkimusväitteeni tueksi. Toivon, *de minimis*, että teokseni herättää positiivista mielenkiintoa sekä

⁴¹⁶ Klaus Hopt, Corporate Governance in Europe, A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance, 12 N.Y.U. J.L. & Bus. 139 (2015), s. 210.

keskustelua tärkeänä pitämästäni tutkimusteemasta. Näkisin toivottavana, että se mahdollisesti johtaisi myös uuteen lainsäädäntöön. Teema ei ole helppo, mutta ansaitsee mielestäni siihen kohdistuvan kiinnostuksen.

Olemme samassa veneessä muiden EU jäsenmaiden ja erityisesti Pohjoismaiden kanssa miettimässä optimaalista mallia oikeuteen uuden Uudelleenjärjestelymenettelyistä annetun direktiivin pohjalta. Suositan, että arvioisimme tätä yhtiöiden toiminnalle keskeistä lainsäädäntöaluetta yhtiöoikeutta ja maksukyvyttömysoikeutta yhdistävänä kokonaisuutena, niiden molempien kannalta, osakeyhtiölain vuoden 2006 kokonaisuudistuksen kaltaisella rohkeudella.

Professori Gilsonia lainaten:

*"This is an appropriate point to conclude. The move from corporate law to corporate governance, and the resulting increase in complexity, allows us both to understand the problems we need to solve and the difficulty of doing so."*⁴¹⁷

⁴¹⁷ R. Gilson, From Corporate Law to Corporate Governance, Stanford Law School Stanford, California 94305, Working Paper Series Paper No. 497, September, 2016, s. 46.

SUMMARY

Scheme of Arrangement as a Company Law Framework – Protection Against Abuse of Holdout Positions for a Company and its Key Stakeholders

The dissertation discusses the recent European directive on preventive restructuring ('Directive on Preventive Restructuring') and its adoption in Finland and other European Union ('EU') member states, and the English company law scheme of arrangement ('Scheme of Arrangement' or 'Scheme'), with a view to identifying the best preventive restructuring model for Finland and other Nordic countries.

The English law Scheme of Arrangement is a court approved compromise or arrangement between a company and its shareholders or creditors that can be used in a solvent or a financially distressed situation.

When viewed from a Nordic and continental European perspective, an English law Scheme of Arrangement is a highly flexible company law tool that can be used, among other things, in preventive restructuring to protect a company and a majority of its debt holders from hold-out minority dissenters. Its increased importance as a tool for preventive restructuring coincides with the diversification of financing sources over the past decade since the financial crisis.

The dissertation analyses the feasibility of regimes that are functionally equivalent to the English law Scheme of Arrangement using the new directive as a catalyst in the debate to search for the best model for a preventive restructuring framework. The concept of 'preventive restructuring' has been defined based on a comparative study of current preventive frameworks in EU Member States conducted by the European Law Institute ('ELI Study'). The dissertation introduces modern company law tools, particularly provisions relating to Schemes of Arrangement, based on the recently published European Model Company Act ('EMCA'), and compares them to the English law scheme of arrangement and to existing or planned preventive restructuring regimes in the EU Member States.

I Introduction

The first section of the dissertation introduces the object of the research. An assumption is made relating to market development causing diversification of financing sources for companies since the financial crisis 2008, the development of which emphasises a need for simple mechanisms for preventive restructuring. The economic impact of rescue and recovery frameworks in the EU has been analysed in the preparatory works of the directive on preventive restructuring; an estimated 200 000 firms go bankrupt each year in the EU (this being 600 on a daily basis), resulting in 1.7 million direct job losses every year. Out of these

bankruptcies, one in four is a cross-border insolvency involving creditors and debtors from more than one EU Member State. According to the reasoning of the directive, a significant percentage of firms and related jobs could be saved, if preventive procedures would exist in all Member States, where the companies have establishments, assets or creditors.

The principal method of the research is the regulation theory in law and economics. By using the comparative law method, optimal frameworks are analysed to develop *de lege ferenda* legislation for ensuring efficient legal protection against abuse of holdout positions relating to debt or equity instruments.

Professor Stephan Madaus describes a holdout creditor or equity holder as '*[a] person of such class of stakeholders who has voted to reject the restructuring plan while a majority of fellow creditors or equity holders, in his class or in other classes, voted to accept it. Holdout stakeholders are those who could not convince the others to reject the plan. They hold a minority position and stick with it, when facing the result of the voting process. Thus, they oppose the decision of the 'maior et sanior pars'.*'⁴¹⁸

Despite the company law basis of this research, the author analyses the Scheme of Arrangement framework also from an insolvency law viewpoint. This is important, particularly as the new Directive on Preventive Restructuring derives from the insolvency law angle. Hence, one must note that the directive sets standards for minimum harmonisation, and emphasises flexibility for the Member States to have several frameworks available for the implementation of the Directive. Therefore, further flexibility may be provided, e.g. through a company law framework. Such a framework would be available for a company and its stakeholders, in case there is any need for a compromise or arrangement between the company and its shareholders or creditors, or any class of either of them. Hence, the Scheme regime covers both solvent and financially distressed situations.

For particularly the large firms, an availability of a workout framework for restructuring has been outlined e.g. in the ELI Study as an important element in the law. This would safeguard that only those creditors, whose rights would be altered, would be involved into the court process, and the company would otherwise be able to continue its operations without interference.

The principal thesis in this dissertation is that the current Finnish and Nordic legislation does not provide adequate protection for a company and its key stakeholders against abuse of holdout positions by the minority of any same class finance instrument. Both the U.S. and English legal systems provide such legal tools for workouts, which would be useful for the Nordic jurisdictions as well.

To mitigate this problem, this research analyses, *de lege ferenda*, a possibility of introducing provision on Scheme of Arrangement as a new section into Finnish law.

The recent Finnish and Swedish legal writing on insolvency law has analysed debt to equity swaps, i.e. possibilities, in an insolvency scenario, to swap debt into equity, even against the will of the existing

⁴¹⁸ Stephan Madaus, Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law, *Eur Bus Org Law Rev* (2018) 19, p. 636.

shareholders. It is notable that the Finnish Government has recently also conducted an international comparative study on debt-to-equity conversion, as part of the Government's analyses and research activities.

Under English law, Schemes of Arrangement provide a useful tool for these debt-to-equity swaps, still protecting the interests of all stakeholders amicably. Professor Jennifer Payne has outlined the current status under English law as follows:

*'Schemes alone cannot at present achieve the cramdown of junior creditors (or holders of equity, note by M.E.) within a company. It appears that, while cramdown within a class is possible, cramdown across classes is not, i.e. it is not possible to implement a scheme in circumstances in which a whole class of creditors (such as the junior creditors) votes against the scheme. Despite the decision in Re Tea Corporation Ltd, in which the ordinary shareholders voted against the schemes, but had their dissent disregarded at the sanctioning stage, on the basis that they had no economic interest in the company's assets, the view taken by the courts today is that the court does not have power to sanction a scheme where that scheme has not been approved by a class of the members or creditors.'*⁴¹⁹

Therefore, a typical process in England, for a debt-to-equity conversion includes, that the restructuring is implemented by way of Scheme, twinned with a pre-pack administration, in order to effectively reach the same result as the cram-down of a whole class. Hence, the Scheme of Arrangement framework could provide a solution to the practical problem with current Nordic legislation, not providing reasonable tools for the debt-to-equity conversions.

II Sources for Legal Benchmarks

In the second chapter of the dissertation, the author outlines the key elements of the English law Schemes of Arrangement, as well as the three fundamental stages of the Scheme process. The first stage is a court application to initiate the Scheme process. The second phase relates to arranging the meeting(s) for all the classes of debtors and members (being the shareholders or the creditors), whose rights would be altered in the Scheme. Finally, at the third stage is the court sanctioning the Scheme, provided that all the requirements, set in the law, have been fulfilled.

As a comparison to English law Scheme of Arrangement regime, the author also discusses an intended new framework in the Netherlands, which has been subject to a consultation process. The new legislative proposal, an 'Act on Court Confirmation of Extrajudicial Restructuring Plans', introduced to the parliament in July, 2019 mirrors the new directive and would make a standalone workout process available. A key fundamental variation to the Scheme of Arrangement is that the Dutch regime does require, as the new directive, a likelihood of insolvency as a condition to initiate the proceeding. In comparison under English

⁴¹⁹ Jennifer Payne, *Schemes of Arrangement, Theory, Structure and Operation*, Cambridge University Press 2014, p. 240-242.

law, the possibility for a Scheme process exists, notwithstanding any likelihood of insolvency; a company may apply a Scheme of Arrangement in case there is any need for a compromise or an arrangement between the company and its stakeholders.

The English law Scheme of Arrangement is not limited to financially distressed situations and, therefore, works well with preventive debt restructuring. Further shareholder 'member' Schemes are another, equally important, area where Schemes may be beneficial. Over the recent years, the use of members' Schemes of Arrangement, as a mechanism for effecting takeovers, has become increasingly common.

To illustrate the magnitude of the transactions involved, the author refers to the takeover transaction in 2016, where Royal Dutch Shell acquired BG Group by the means of Schemes of Arrangement. This roughly \$50 billion acquisition of BG Group PLC gave the Anglo-Dutch oil company a dominant footprint in offshore Brazil, but also the former owners of the BG Group a fair share of this combination, and the whole transaction was completed efficiently in less than 60 days.

III Law and Economics Reasoning for the Schemes

In the third chapter, the author conducts a comparison and analyses both Schemes relating to debt instruments as well as Schemes in relation to shares ('shareholder' or 'member' Schemes). For the debt instruments, the efficiency and justification of a process is analysed with a comparison of the current Finnish Restructuring Act process against a Scheme process. For this comparison, an assumption is a need for a compromise with the lenders of a single syndicated loan facility. In such an imaginative comparison, the Scheme of Arrangement process would be simpler, as it would involve less parties and stages for the process. The process is justified also from the dissenting minority point of view, as it contains adequate court review.

For the use of the Schemes in a share context, a public takeover process conducted through the Finnish combined securities market law and company law process is compared to a takeover completed as a Schemes of Arrangement process, naturally following the securities market law requirements as well.

In this comparison, the author considers the Scheme process simpler, faster and more predictable, hence protecting the rights of all parties amicably. The key fundament of the Schemes of Arrangement is that it requires dividing the respective shareholders or creditors to different classes for the voting, in situations where the rights of the stakeholders would be different. This would safeguard the minority shareholders' rights, notwithstanding that the respective initial threshold for the minority level would be bigger in the Scheme process than the 10 per cent minority right level under the current Finnish squeeze-out rules.

IV The Scheme Process and Debt to Equity Conversions

In the fourth chapter, the English law process, economically equivalent to a cross-class cram-down of the shareholders of a company in an insolvency scenario, is outlined.

Where a Scheme has not been approved by a class of the members or creditors, the view taken by the English courts today is that the court does not have power to sanction a Scheme. Therefore, a typical process for a debt-to-equity conversion in England is that these restructurings have been implemented by way of Scheme twinned with a pre-pack administration, in order to effectively reach the same result as the cram-down of a whole class.

A combination of insolvency proceedings with a company law process would safeguard the court review of all possible arguments against the intended Scheme proposal, and ensure that the shareholders and other classes would hence have sufficient legal protection. In a customary Scheme process, the court would sanction a transfer of the company's assets and business to a new company, owned by the creditors of the company. In case the court considers that in such proceedings, the shareholders or other classes do not have any economic interest left in the company under the Scheme process, it may, even if the shareholders object it, sanction the Scheme. In such a case, the shareholders objections would not be upheld, but their position as shareholders would technically remain. Noting the EU Company law directives, this may be a beneficial feature.

V A Reasoned Model into Finnish Law for Schemes of Arrangement

The fifth chapter of the dissertation includes a reasoned model for amending the Finnish Companies Act. The author has drafted the model based on the provisions of the EMCA, with some minor adjustments. One of them relates to the model not including a majority test for each voting class in addition to the required qualified majority in value of the holders of the respective class of shares or debt represented at the meeting. English legal scholars have also proposed this requirement to be abolished, as it has been considered a controversial and manipulative test.

VI Typical usage for Schemes of Arrangement

The sixth chapter introduces typical situations in which Schemes of Arrangement have been used in English courts, as well as an assumption of the needs for their usage in the Finnish legal proceedings. In the latter, other key company and insolvency law provisions are noted, –particularly that the currently existing mechanisms for mergers and demergers should overrule, when needed, the Scheme mechanism.

The author analyses the use of the Schemes separately for shareholder and debtor schemes. His assumption is that for the debtor schemes the main use would relate to sanctioning a dissenting minority in a same credit arrangement (e.g. a syndicated credit facility or bond issue) to be bound to the alterations proposed by the company and accepted by the clear majority of the lenders.

For the shareholder schemes, on the other hand, the author views, based on the experience from the English courts, that the main use of the Schemes would relate to takeover Schemes and to cross-class cram-down Schemes. As mentioned, the latter would need a combination with the insolvency proceedings, in which one would also need a prudent restructuring programme drafted by an insolvency practitioner including the appropriate valuation. When this would be available, any, and all, company law aspects relating to this programme, particularly those having an impact to the rights of the existing shareholders, would be reviewed in a relating Scheme process.

VII A model for the Scheme-proceedings in Finland

The seventh chapter analyses a possible court proceeding model for Finnish law. The author notes that the current law has already centralized the cases relating to the Finnish Restructuring Act to be handled by certain specified local courts, amounting currently in total to nine specified local courts.

According to the author, the potential Finnish court procedure should centralise the Scheme of Arrangement proceedings either to one specialised corporate court or, de minimis, to the same local courts currently handling restructuring proceedings. In the latter case, one could potentially consider reducing the total number of the respective areal local courts further.

VIII Scheme of Arrangement proceedings; restructuring, bankruptcy and special execution

In the eighth chapter, the consistence of the proposed new legislation with the current Finnish Restructuring Act (25.1.1993/47), Bankruptcy Act (20.2.2004/40), and legislation relating to special execution is analysed. The author considers that a Scheme of Arrangement proceeding, as further preventive framework, should be secondary to both restructuring and bankruptcy proceedings. Hence, the courts should have discretion on, *inter alia*, opening the restructuring proceedings, as it may well be important, for instance, to await the results of a Scheme process prior to opening a restructuring

processes or to have a combined insolvency and Scheme processes to handle the company law aspects of any intended cross-class cram-down proposed in a restructuring programme.

IX Constitutional law issues relating to Scheme of Arrangement

In the ninth chapter, the author preliminarily analyses constitutional law issues relating to the implementation of Schemes of Arrangement into Finnish law.

As an analogy for the analyses, the Finnish law's view on the abuse of law is discussed. In the Finnish legal practise and literature, it has been noted that the Finnish law standing on the abuse of law is negative; a fully legal right have been considered able to be restricted through a court judgment, in case a legal right of a third party would have been jeopardised through such usage.

The author uses the narrative repeated by the English courts as the reasoning in the Scheme rulings for the constitutional normative justification. The English law narrative requires that the arrangement is such that an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve it. It further requires that the statutory majority is acting *bona fide* and is not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class whom they purport to represent.

From the Finnish court practise, the author refers to two Supreme Court cases (KKO 2018:19 and KKO 2015:105). In both cases, the corporate benefit principle, contained in the Finnish Companies Act, has been emphasised, even if this contradicts the principle of equal rights of the shareholders.

The author also refers to the principle of market value guarantee referred by professor Stephan Madaus:

*'Moreover, constitutional law guarantees may limit the right to impose a contract (or plan). The right to property is protected in many constitutions and usually covers the possession of claims and shares. Any impairment without consent usually requires a general interest in the impairment, due process and a compensation. In such a setting, any impairment of a claim of a holdout creditor or of shares of an equity holder would require the involvement of a court. The latter would need to check whether the plan serves the general interest —usually the macroeconomic purposes shown [above] (debt cancellation and prevention of underuse). The court would also review whether all parties were treated fairly in the process (timely informed and asked to vote) and whether any impairment requires compensation. While no compensation is necessary as long as the plan only reduces a claim or share from its nominal to its current market value, any further impairment must be compensated. This constitutional law background led the common approach to compare the value of the firm in a no-plan scenario with the value of the firm in the plan scenario — the 'best interest test' or 'no creditor worse off principle'.'*⁴²⁰

⁴²⁰ Stephan Madaus, Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law, Eur Bus Org Law Rev (2018) 19, p. 636.

Such a market value -test, as outlined by professor Madaus, might be useful for a court addressing the material law issues in cases where one needs to consider grounds for judgments relating to, *inter alia*, a cross-class gram-down.

As a preliminary conclusion, the author considers that there would not be normative constitutional law obstacles which could restrict amending the Finnish Companies Act to include provisions for Scheme of Arrangement. This would form a framework under which a court would make a judgment in each specific case taking into account the normative grounds of Finnish law, including constitutional law.

X **Conclusion**

To conclude, the author has drafted a figure (in chapter X) illustrating a hypothetical matrix of the financial and economic condition of a company and the related needs for preventive and restructuring legal frameworks for a company and its stakeholders. The figure, meant for illustrative purposes only, aims to demonstrate the variable situations, depending on the financial and economic condition of a company, where the need for one or more legal frameworks to protect the company and/or its stakeholders may arise.

Based on the theory of path dependency, the author argues that the legislative proposals presented in the dissertation would be justified, as the estimated benefits of the reform would supersede the costs involved. Therefore, the author finally challenges the Finnish legislator, *de minimis*, to consider the presented reform to our Company Law, while noting that this would require a good understanding of these fundamental changes. By doing so, the author argues that the Finnish and Nordic legislators should be able to follow the principles of the Preventive Restructuring Directive and could enhance a more stable and predictable environment for the businesses.

ASIASANAHAKEMISTO

Absolute priority rule 14-16, 20, 23, 64, 98, 120, 151-153, 234-241

Administration 37, 51, 62-64, 68-71, 79-81, 116, 147, 156-157, 177, 183, 212, 223, 261-263

Aktivistirahasto 38, 58-60, 202

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö 78, 127, 131-133, 187

BG Group Plc 75, 184-186, 188, 262

Chapter 11 13, 15-16, 85, 97-98, 100, 152-153, 240

Circular 185

Clausula rebus sic stantibus 223

Close out -nettoutus 86, 89, 192-193

Codire –raportti 42, 151

Collective action clause -mekanismi 29, 104-105, 110

Companies Act (UK) 2, 34, 40, 47, 66, 74, 77-79, 157, 169, 187-188, 198, 255

De lege ferenda 6, 8-9, 19, 24, 26-28, 158, 182, 188, 211, 245, 255, 258-259

De lege lata 24, 141, 211, 235

Debtor in possession –rahoitus, 102, 156

Erillistytäntöönpanomenettely 69, 207-209

EU Insolvency Regulation 47

EU Maksukyvyttömyysasetus 47, 73-74, 115, 209-210

EU pankkiunioni 1, 33, 83-84

EU pääomamarkkinaunioni 33, 40, 52-53, 83

EU uudelleenlaadittu maksukyvyttömyysasetus 47, 73-74, 115, 209-210

Euroopan vakausmekanismi 29, 104-105

European Law Institute 2, 34, 41-44, 99, 246, 257

European Model Company Act 3, 6-7, 26-28, 48, 60, 71, 78, 133, 136, 157-173, 188, 206, 211, 224, 245-246, 249, 255-257, 261

Evoluutioparadigma 17

Exit -oikeus 188

Financial Stability Board 4, 38, 57

High yield -joukkolaina 18, 55, 107-108

Hold out -positio 2, 7, 15, 20-21, 60, 110, 119, 167, 200-201, 234, 256

Hybridi-menettely 31-32

Häiritsevän innovaation lähtökohta 26, 28

Investment grade -joukkolaina 53, 55-56, 107-109

Intercreditor-sopimus 145

Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä 34-35, 38, 174

Kaaosteoria 17, 251

Kaldor-Hicks -testi 9-10

Kompromissi 2, 6, 40, 51, 61, 64, 97, 138, 145, 159-160, 162, 165, 168, 171-172, 179, 181, 204, 209-210, 225, 239, 254

Kuittaus 141

Law and economics 8, 11-12, 17, 258, 260

Loan Market Association 53, 107, 175

Lunastusmenettely 21, 40, 60, 75, 77-78, 127-128, 130, 133-134, 160, 185, 188

Luovan tuhon teoria 13

Maksukyvyttömyyden todennäköisyys 51, 90, 240

Market value guarantee 223, 263

Markkinaoikeus 3, 197-200

Model Business Corporation Act 158

Myyntiparadigma 238

Oikeuden siirränäinen 71

Oikeuden väärinkäytön kieltö 9, 24, 214-218, 224-227, 232, 239-240

Oikeusvertailu 2-3, 7, 19-20, 26-28, 36, 49, 71-72, 247, 249-250

Omaisuuđensuoja 9, 28, 212-214, 226-227, 230-233

Ostotarjouskoodi 126-127, 137, 186

Other financial intermediaries 57

Pacta sunt servanda 222

Painava taloudellinen syy 218-220

Pakkovahvistaminen 15, 64, 88, 143-144, 156, 202-204

Pareto -testi 10

Path dependence 4, 251, 264

Perusoikeuksien rajoitusedellytykset 217, 224, 226, 229

Pluralistiset metodit 26

Polkuriippuvuus 4, 7-8, 17-19, 72, 247, 251-254

Priorisointinormisto 204-205

Prospectus 75, 108, 174-175, 184

Pääomalaina 8, 20, 28, 141-142

Rationaalinen malli 27, 245, 247

Recast EU Insolvency Regulation 47

Relative priority rule 14, 20, 64, 98, 150-156, 233, 238-239

Rescue of Business in Insolvency Law -raportti 2, 34, 41, 43

Riskipositio 20

Royal Dutch Shell plc 75, 183-184

Saneerausintressi 13-14, 118

Sauvegarde -menettelyt 44, 52, 101-102

Scheme(s) of Arrangement 40 (määrittely) ym.

Scheme-document 184

Schuldschein -laina 174-175

Sijaissuoritus 140-141

Siviilioikeudelliset keinot 24, 229

Sopimaton menettely 200

Sopimusoikeus 24, 46, 106, 222-223, 227, 240, 250

Squeeze out -säännöt 120, 185, 252, 261

Suunnattu osakeanti 184, 186-188, 218-220

Syndikoitu laina 53-56, 69, 106-107, 116, 118, 161, 174-176, 206

Sääntelyteoreettinen tutkimus 8-9, 11, 16-17, 19, 25-27, 152, 236

Takeover Code 76-77, 127, 137, 184, 186, 190

Takeover–menettely 78, 126-127, 131, 133, 183, 187, 190

Takeover Panel 75, 77, 126-127, 131, 186-187

Tuomioistuimen harkintavalta 66, 194, 211, 233-234

Tuomioistuinmenettely 35, 40, 42, 48, 51, 63, 72, 80, 93, 100, 103, 110, 131, 133, 144-145, 183, 185, 187, 195-197, 240, 247

Täytäntöönpanointressi 12-13, 118-119, 233

Ulosotto 26-27, 207-208, 229

Uudelleenjärjestelymenettelyistä annettu direktiivi (EU 2019/1023) 2, 87 (määrittely ja käsittely)

Vakuudellinen velka 70-71, 88, 91, 101, 124, 146, 181-183, 221-222, 232

Velkakonservioselvitys 35-37, 79-80, 96, 99-100, 103, 140-141, 147-148, 157, 176, 202, 247

Velkojiensuojajärjestelmä 21-22, 252

Workout -järjestely 15-16, 23, 34, 42-43, 50-51, 96, 99, 102, 111, 138, 258, 260

Yhdenvertaisuus -periaate 10, 76, 131-132, 213, 219-220, 241

LÄHDELUETTELO

KIRJALLISET LÄHTEET

Aalto, Johan – Sahrakorpi, Anna, Hallitusmateriaalin jakaminen avustajalle sisäpiirisääntelyn näkökulmasta. Defensor Legis N:o 2/2018, 149–166.

Aarnio, Aulis, Tulkinnan taito: ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. WSOY 2006.

Ahtola, Jussi, Kovenanttien käyttö ja siihen liittyvät yhtiöoikeudelliset ja sopimusoikeudelliset ongelmat. 'Oikeustiede – Jurisprudentia XXXV:2002', Suomalainen lakimiesyhdistys, 2002, s. 5-70.

Airaksinen, Manne – Timonen, Pekka, Euroopan unionin yhtiöoikeus ja sen kehittäminen, Lakimies 2003, s. 1134-1148.

Airaksinen, Manne, Onnistuiko vuoden 2006 osakeyhtiölakiuudistus ?, Defensor Legis N:o 4/2013, 443-460.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki I , Alma Talent Oy 2018.

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa, Osakeyhtiölaki II, Alma Talent Oy 2018.

Andersen, Paul K. – Andersson, Jan B. edit. European Model Companies Act First edition, 2017, NORDIC & EUROPEAN COMPANY LAW LSN Research Paper Series, No. 16-26.

Andersson, Jan, Company Law Legislation and Corporate Governance Code - The Swedish Illustration of How Not to Do It, 7 Stud. Int'l Fin. Econ. & Tech. L. 183 (2004-2005)

Armour, John, Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law, 63 Mod. L. Rev. 355, 2000.

Baird, Douglas G., The Future of Law and Economics: Looking Forward, 64 U. Chi. L. Rev. 1129, 1997.

Baird, Douglas G., Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy. University of Pennsylvania Law Review, 2017, 165(4), 785–829.

Baums, Theodor, Company Law Reform in Germany, 3 J. Corp. L. Stud. 181 (2003), 181–190.

Baums, Theodor – Scott, Kenneth E., Taking Shareholder Protection Seriously – Corporate Governance in the United States and Germany, 53 Am. J. Comp. L. 31 (2005).

Bebchuck, Lucian A., A new approach to corporate reorganisations, *Harvard Law Review*, Vol. 101, pp. 775–804 (1988).

Bebchuk, Lucian A. – Brav, Aron – Jiang, Wei, The long-term effects of hedge fund activism, *115 Columbia Law Review* 1085-1156 (2015).

Bebchuk, Lucian A. – Roe, Mark J., A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, *Stanford Law Review*, 52 *Stan. L. Rev.* 127, (1999).

Bolton, Patrick – Oehmke, Martin, Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy? National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. w17599, (2011).

Boston Consulting Group (2016), How Nordic Boards Create Exceptional Value, saatavilla: <<https://www.bcg.com/publications/2016/strategy-value-creation-strategy-how-nordic-boards-create-exceptional-value.aspx>>, versio 21.11.2018.

Bradley, Michael – Rosenzweig, Michael, The Untenable Case for Chapter 11, *Yale Law Journal*, 101 *Yale L.J.* (1992).

Bremer, Markus – Majamaa, Heikki, Osakepanttirealisaation toteuttaminen itsekontrahointina, *Defensor Legis* N:o 4/2010, 388–401.

Carlson, David G., Game Theory and Bankruptcy Reorganisations, *Bankruptcy developments journal*, Southeastern Bankruptcy Law Institute, Emory University, 9 *Bankr. Dev. J.* 219 (1992).

Carney, Mark, What a Difference a Decade Makes, (April 2017), 1–11. saatavilla: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2017/speech976.pdf>>, versio 21.11.2018.

Chander, Anupam, Minorities, Shareholder and Otherwise, (2003), *Yale Law Journal*, 113 *Yale L.J.* 119, 178 (2003).

Clark, Robert C., *Corporate Law*, Little, Brown and Company, Boston 1986.

Clifford Chance. (2016). European Proposal for the harmonisation of restructuring law, Briefing Note, November 2016, saatavilla: <https://www.cliffordchance.com/briefings/2016/11/european_proposalfortheharmonisationo.html>, versio 21.11.2018.

Codire. (2018). BEST PRACTICES IN EUROPEAN RESTRUCTURING, Contractualised Distress Resolution in the Light of the Draft Directive proposal of 22 November, 2016, 5.7.2018, Conference outline and programme, saatavilla: <<https://www.codire.eu/event/best-practices-in-european-restructuring-contractualised-distress-resolution-in-the-light-of-the-directive-proposal-of-22-november-2016/>>, versio 21.11.2018.

Codire. German National Findings (Summary), (2.7. 2018), saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Codire. Italian National Findings, (5.7.2018), saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Codire. National Findings for Spain, (14.5.2018), saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Codire. UK National Findings, (14.5.2018), saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Codire. Comments to the Proposal for Directive [COM(2016) 723 FINAL], (25.6.2018), saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Codire, Guidelines & Policy Recommendations, 5.7.2018, saatavilla: <<https://www.codire.eu/materials/>>, versio 21.11.2018.

Coffee, John C. Jr. – Palia, Darius, The Impact of Hedge Fund Activism: Evidence and Implications, ECGI Working Paper Series in Law, No. 266/2014.

Cohen, Lloyd, Holdouts and Free Riders, 20 J. Legal Stud. 351 (1991).

Collins, Sean M. – Isaac, R. Mark, Holdout: Existence, Information, and Contingent Contracting, The University of Chicago, Journal of Law and Economics, 55 J.L. & Econ. 793 (2012).

Copp, Stephen, Company Law Reform and Economics Analysis: Establishing Boundaries, 1 J. Corp. L. Stud. 1 (2001).

De Brauw Blackstone Westbroek, (2017), unofficial English translation of Amendment to the Bankruptcy Act introducing the possibility of obtaining court confirmation of extrajudicial restructuring plans to avert bankruptcy (Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement), saatavilla: <<https://www.debrauw.com/publication/draft-bill-continuity-companies-act-ii-wcoii/>>, versio 21.11.2018.

De Brauw Blackstone Westbroek, (2017), unofficial English translation of Amendment to the Bankruptcy Act introducing the possibility of obtaining court confirmation of extrajudicial restructuring plans to avert bankruptcy (Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement), THE EXPLANATORY MEMORANDUM, saatavilla: <<https://www.debrauw.com/publication/draft-bill-continuity-companies-act-ii-wcoii/>>, versio 21.11.2018.

De Brauw Blackstone Westbroek, (2014), unofficial English translation of Amendment to the Bankruptcy Act in connection with the implementation of the option to declare a composition for restructuring debts made outside bankruptcy universally binding (Continuity of Enterprises Act II), saatavilla: <<https://www.debrauw.com/draft-bill/>>, versio 21.11.2018.

De Brauw Blackstone Westbroek, (2014), unofficial English translation of Amendment to the Bankruptcy Act in connection with the implementation of the option to declare a composition for restructuring debts made outside bankruptcy universally binding (Continuity of Enterprises Act II), THE EXPLANATORY MEMORANDUM, saatavilla: <<https://www.debrauw.com/draft-bill/>>, versio 21.11.2018.

Deloitte, Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Spring 2018, saatavilla: <<https://www2.deloitte.com/ie/en/pages/finance/articles/alternative-lender-deal-tracker2.html>>, versio 21.11.2018.

Deloitte, Deloitte Alternative Lender Tracker Autumn 2018, saatavilla: <<https://www2.deloitte.com/be/en/pages/finance/articles/the-deloitte-alternative-lender-deal-tracker--deloitte---financ.html>>, versio 21.3.2019.

Dignam, Alan – Lowry, John, Company Law, 7th edn, Oxford University Press, Oxford 2012.

Donald, David C., Approaching Comparative Company Law, 14 Fordham J. Corp. & Fin. L. 83 (2008).

Duxbury, Neil, Law and Economics, Science and Politics, 15 Law & Hist Rev. 323 (1997).

Engelberg, Matti, "Scheme of Arrangement" -menettely Suomen osakeyhtiölakiin? Defensor Legis N:o 4/2015, saatavilla: <www.edilex.fi/artikkelit/15778>.

Engelberg, Matti, Komission direktiiviehdotus yritysten ennaltaehkäisevistä uudelleenjärjestelymenettelyistä – Minkälainen voisi olla "Suomen malli"? Edilex 2017/18, saatavilla: <www.edilex.fi/artikkelit/17689>.

Engelberg Matti, The proposed EU framework for preventive restructuring and the English schemes of arrangement regime — seeking the best *Preventive* model for each Member State, Capital Markets Law Journal, 2019, saatavilla: <<https://doi.org/10.1093/cmlj/kmz003>>.

Eidenmüller, Horst, Contracting for a European Insolvency Regime. European Business Organization Law Review, Eur Bus Org Law Rev (2017) 18:273–304.

Eidenmüller, Horst, Collateral Damage: Brexit's Negative Effects on Regulatory Competition and Legal Innovation in Private Law, ECGI Working Paper Series in Law, No 403/2018.

European Central Bank, ESCB Legal Conference 2016 (6-7.10.2016) Sovereign Debt Restructuring, saatavilla: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escblegalconference2016_201702.en.pdf?e2dea3a78485afe4c70d5d5010f368be>, versio 21.11.2018, (ECB 2016).

European Central Bank, FINANCIAL INTEGRATION IN EUROPE, May 2018, saatavilla: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf>>, versio 21.11.2018.

Financial Stability Board, Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, (May 2017), Saatavilla: <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>>, versio 24.11.2018.

Financial Stability Board, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, (4.2.2019), saatavilla: <<https://www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018/>>, versio 29.9.2019.

Finanssialan Keskusliitto, Lausunto 9.3.2017. Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muistio, <saatavilla: http://www.hare.vn.fi/Uploads/20320/407086/LAUSUNTO_20170310112000_407086.PDF>.

Friedman, Lawrence M., Law, Economics, and Society, 39 Hofstra L. Rev. 487 (2011).

Genser, Howard, Law and Economics: A Topical Bibliography, 26 Int'l. J. Legal Info. 184 (1998).

Gilson, Ronald J., From Corporate Law to Corporate Governance, ECGI Law Working Paper No 324/2016, saatavilla: <<https://doi.org/10.2139/ssrn.2819128>>, versio 24.11.2018

Gilson Ronald J. – Gordon Jeffrey N., Controlling Controlling Shareholders, 152 U. Pa. L. Rev. 785 (2003).

Golden, Jeffrey – Lamm, Carolyn, International Financial Disputes, Arbitration and Mediation, Oxford University Press, 2015.

Goodhart, C.A.E, Economics and the Law: Too Much One-Way Traffic, 60 Mod. L. Rev. 1 (1997).

Haapaniemi, Ossi, Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu, WSOY, 2006.

Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Ojanen, Tuomas – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka, Perusoikeudet, 2. painos, WSOYPro, 2011 (Hallberg, Pekka & ym, Perusoikeudet, 2011)

Hackney, James R. Jr, Law and Neoclassical Economics: Science, Politics, and the Reconfiguration of American Tort Law Theory, 15 Law & Hist Rev. 275 (1997).

Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy, Hannes Snellman Asianajotoimisto Oy:n lausunto joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotuksista. saatavilla: <<https://doi.org/10.03.2017>>.

Harner, Michelle M., Activist Distressed Debtholders: The New Barbarians at the Gate, 89 Wash. U. L. Rev. 155, 206 (2011).

Hart, Oliver D., Incomplete Contracts and the Theory of the Firm, 4 J. L. Econ. & Org. 119 (1988), Journal of Law, Economics, and Organization, 4(1), 119–139.

Hart, Oliver D., Economist's Perspective on the Theory of the Firm, An, 89 Colum. L. Rev. 1757 (1989).

Hathaway, Oona A., Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System, Iowa Law Review, 3(1), 601–665, (2003).

Havansi, Erkki, Esineoikeuden "esine" ja esine, teoksessa: Lindfors – Korkea-aho – Turunen toim., Kovia aikoja: riitoja ja maksukyvyttömyyttä, Juhlakirja Risto Koulun 60 vuotta, 2009, 83-104.

Hidén, Mikael, "Normaali, kohtuullinen, järkevä" ja muita kuvauksia. Hajahuomioita suhtautumisista perusoikeussuojan rajanvetokriteereihin. Lakimies 7–8/2002, 1168–1184.

Hirvonen, Ari, Mitkä Metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan, Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17, 2011, saatavilla: <https://www.helsinki.fi/sites/default/files/atoms/files/hirvonen_mitka_metodit.pdf>, versio 28.11.2018

Holmstrom, Bengt, – Milgrom, Paul, Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design, 7 J. L. Econ. & Org. 24 (1991).

Hopt, Klaus J., Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance, 12 N.Y.U. J.L. & Bus. 139 (2015).

Hopt, Klaus J., Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 59 Am. J. Comp. L. 1 (2011).

Hupli, Tuomas, Täytöntöönpanointressi yrityssaneerauksessa, Insolvenssioikeudellinen tutkimus saneerausvelkojan oikeusaseman perusteista, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 2004.

Hupli, Tuomas – Sundblad, Hans, Rauhoitusaiakauseke luottoinstrumentissa, Defensor Legis N:o 4/2010, 454-463.

Hupli, Tuomas, Epätavalliset yrityssaneeraukset, Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 9/6 – 2012, 49–60, 2012.

Hupli, Tuomas, Hypoteettinen sopimus insolvenssioikeuden perusteorioissa, Lakimies 7–8/2012 s. 1089–1104.

Hupli, Tuomas, Kirja-arvostelu teoksesta *Könkkölä, Mikko – Linna, Tuula* Konkurssioikeus., Lakimies 6/2014 s. 890–908.

Ikäheimo, Seppo – Lumijärvi Olli-Pekka, Perhe on paras? Perheomisteiset pörssiyhtiöt Suomessa, Pörssisäätiö, elokuu 2018 saatavilla: <<http://www.porssisaatio.fi/blog/books/perhe-on-paras-perheomisteiset-porssiyhtiot-suomessa/>>, versio 27.11.2018

Ilmonen, Klaus, Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives, Unigrafia Oy, 2016.

Immonen, Raimo – Knuutinen, Reijo toim. Oikeuden ja talouden rajapinnassa. Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, Edita Publishing Oy, 2015 (Immonen – Knuutinen toim., Oikeuden ja talouden rajapinnassa, Sillanpää 60v juhlakirja)

Immonen, Raimo, Miksi jatkuvuuden periaate yskii yritysmuodon muutoksissa?, teoksessa: Immonen – Knuutinen toim., Oikeuden ja talouden rajapinnassa, Sillanpää 60v juhlakirja, 35–50.

INSOL Europe (Bariatti, Stefania – Van Galen, Robert toim.), Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices, 12.05.2014, saatavilla: <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/insolvency_study_2016_final_en.pdf>, versio 28.11.2018.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA), 2010, Research Notes 1/2010, Mengle, David toim., The Importance of Close-Out Netting, saatavilla: <<https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isda-researchnotes-1-2010.pdf>>, versio 28.11.2018.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA), May 2012, Corbi, Antonio toim., Netting and Offsetting: Reporting derivatives under U.S. GAAP and under IFRS, saatavilla: <<https://www.isda.org/a/veiDE/offsetting-under-us-gaap-and-ifs-may-2012.pdf>>, versio 28.11.2018.

Jokinen, Juha, Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja osakeyhtiölain maksukykyisyydestin taloudelliset osatekijät, Defensor Legis N:o 2/2008, 239–254.

Jokinen, Juha, Osakeyhtiölain 13:2 §:n maksukykyisyydesti – kriittinen oikeustaloustieteellinen ja rikosoikeudellinen näkökulma, Edilex 15.7.2008, saatavilla: <<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5279>>.

Kaisanlahti, Timo, Sidosryhmät ja riskit pörssi-yhtiöissä, Edita Oy, 1999 (Kaisanlahti 1999).

Kaisanlahti, Timo, Pakottavan säädännön tarve vähemmistöosakkaan suojaamiseksi pörssi-yhtiössä, Lakimies 5/1999, 717–721.

Kaisanlahti, Timo, Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta. Oikeustiede Jurisprudentia 2002:XXXV, 71–128.

Kaisanlahti, Timo, Kolme ikaikaista petkelettä taloustieteen työkalupakista finanssimarkkinoiden oikeustutkimukselle, Finanssioikeuden seminaariesitelmä 25.9.2018 klo 18 (P723).

Kaisto, Janne – Tepora, Jarno, Esineoikeus Eurooppalaistuvassa Suomessa, Lakimiesliiton kustannus, Hämeenlinna 2012.

Kanniainen, Vesa, Yritysten yhteiskuntavastuu normina: Normin syntyminen, normien epävakaus ja normeja tukevat mekanismit, Edilex, 2013.

Karhu, Juha, Perusoikeudet ja oikeuslähdeoppi, Lakimies 5/2003 s. 789–807.

Karhu, Juha, Perusoikeusnäkökohtia esineoikeudellisista kollisionratkaisuperiaatteista, Juhlajulkaisu Jarmo Tuomisto 1952 – 9/6 – 2012, s. 121–133.

Kauhanen, Antti, Bengt Holmströmin keskeiset tutkimukset sopimuksista ja kannustinjärjestelmistä, Kansantaloudellinen aikakauskirja – 112. vsk. 4/2016, 380–391.

Keskuskauppakamari, Lausunto 10.3.2017 joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotuksista, saatavilla: <https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/091d305c-a07d-4e60-a433-e508b4f764d9/30a2875c-b00a-47b2-b451-90edb2b9611e/LAUSUNTO_20170310135000.PDF>, versio 28.11.2018

KEVA, lausunto 9.3.2017 joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotuksista, saatavilla: <https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/091d305c-a07d-4e60-a433-e508b4f764d9/48c3addf-bbf5-462a-94c2-33d673843de4/LAUSUNTO_20170309123000.PDF>, versio 28.11.2018.

King, Mervyn, Speech given by Mervyn King, Governor of the Bank of England To the CBI, Institute of Directors, Leeds Chamber of Commerce and Yorkshire Forward at the Royal Armouries, Leeds, 21.10.2008, saatavilla: <<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2008/mervyn-king-cbi-iod-speech>>, versio 28.11.2018.

Knuts, Mårten, Insiderrättens röjandeförbud, JFT 5/2009, 652–709.

Knuts, Mårten, Kursmanipulation på värdepappersmarknaden, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 2010.

Knuts, Mårten, Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, Talentum Media Oy, 2011.

Knuutinen, Reijo, Muoto ja sisältö vero-oikeudessa – erityistarkastelussa rahoitus- ja sijoitusinstrumentit, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 2009

Knuutinen, Reijo, Oikeus, talous ja tiede – tarkastelua vero-oikeudellisessa kontekstissa, Edilex, 2014.

Knuutinen, Reijo, Legaliteettiperiaate vero-oikeudessa, Lakimies 6/2015 s. 811–833.

Kontkanen, Erkki, Pankkitoiminnan käsikirja, Finanssi- ja vakuutus kustannus Oy, 2011.

Kontkanen, Erkki, Pankin verotus, Talentum Media Oy, 2002.

Korobkin, Donald R. Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy, 91 Colum. L. Rev. 717 (1991).

Koskelo, Pauliine, Yrityssaneeraus, Lakimiesliiton Kustannus, 1994.

Koulu, Risto, Yrityssaneerausmenettelyn aloittaminen, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 1994.

Koulu, Risto, Saneerausohjelman vahvistaminen, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 1995.

Koulu, Risto, Kuka uskoo herra Schumpeteria?, Turun Yliopiston Oikeustieteellinen tiedekunta, Juhlajulkaisut N:o 13, Juhlakirja Leena Kartiolle, 2004, s. 83–101.

Koulu, Risto, Uudistettu yrityssaneeraus, WSOY, 2007

Kubler, Friedrich, A Shifting Paradigm of European Company Law, 11 Colum. J. Eur. L. 219 (2005).

Kurkela, Matti, Vilpillinen mieli – suuri tuntematon, teoksessa: Lindfors – Korkea-aho – Turunen toim., Kovia aikoja: riitoja ja maksukyvyyttömyyttä, Juhlakirja Risto Koulu 60 vuotta, 2009, 277–298.

Kurkela, Matti, Yritystoiminnan riskeistä ja riskien hallintainstrumenteista, Edilex 2014, saatavilla: <www.edilex/artikkelit/14498>.

Kuusela, Tuomas, Kriisiyhtiön rahoitusrakenteen tehokas ja oikeudenmukainen uudelleenjärjestely - Tulisiko Suomeen ottaa vaikutteita Ison-Britannian scheme of arrangement -järjestelystä? Helsingin yliopisto Oikeustieteellinen tiedekunta, Pro Gradu, 2017

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö I, Edita Publishing Oy, 2015.

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle, Osakeyhtiö II, Edita Publishing Oy, 2015.

Kääriäinen, Pekka, Oikeuksien väärinkäytön kieltä ja sen asema suomalaisessa perusoikeusjärjestelmässä, Helsingin yliopisto oikeustieteellinen tiedekunta, pro gradu, 2018.

Larkin, Ben (editor), Restructuring and Workouts, Strategies for Maximising Value, Globe Business Publishing Ltd, London, 2008.

Launiala, Mika, Siviiliprosessuaalisen erillistytäntöönpanon funktioista ja periaatteista, Edilex 2016/80.

Lautjärvi, Kari, Välipääomarahoitusinstrumentit, Talentum Media Oy, 2015 (Lautjärvi 2015).

Lautjärvi, Kari, Yhteiskuntavastuun merkitys osakeyhtiön johdon päätöksenteossa, teoksessa: Immonen – Knuutinen toim., Oikeuden ja talouden rajapinnassa, Sillanpää 60v juhlakirja, 2015, s. 115-130.

Leinonen, Antti T. Ajankohtaista eurooppaoikeutta – ajantasaista europäätien, Defensor Legis N:o 4/2005, 917–926.

Lindfors, Heidi - Korkea-aho, Emilia – Turunen, Santtu toim., Kuvia aikoja: riitoja ja maksukyvyttömyyttä, Juhlakirja Risto Koulun 60 vuotta, Edita Prima Oy, 2009 (Lindfors – Korkea-aho – Turunen toim. Kuvia aikoja: riitoja ja maksukyvyttömyyttä, Juhlakirja Risto Koulun 60 vuotta, 2009).

Lindholm, Tomas, Begreppet corporate benefit i finsk aktiebolags- och insolvensrätt, JFT 4/2010 s. 405–421.

Lindholm, Tomas – Storå, Jakob, Är tvångsinlösen av börsbolags minoritetsägares aktier möjligt enligt aktiebolagslagens regler JFT 4/2008 s. 417–436.

Linna, Tuula, Ulosottorealisoinnista de Lege Ferenda, Suomalainen Lakimiesyhdistys, 1987.

Linna, Tuula, Oikeuden väärinkäytön kieltä ja sen sovelluksia. Lakimies 4/2004, 622–638.

Linna, Tuula, Ulosotto ja konkurssi – uudistusten jälkeen erillään ja yhdessä. Edilex 9.5.2006 saatavilla: <<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/3249.pdf>>, versio 29.11.2018

Linna, Tuula, Velkojen välinen maksunsaantikiilpailu – tarkastelussa takavarikko ja ulosmittaus, Defensor Legis N:o 1/2012.

Linna, Tuula, Sustainability ja prosessit – kestävä siviiliprosessioikeutta?, Lakimies 6/2018, 651–676.

Loan Market Association, Publication: Schuldscheindarlehen – LMA Product Guide (Updated Version 2016), saatavilla:

<https://www.lma.eu.com/application/files/3714/7315/8300/2016_LMA_Schuldschein_Product_Guide_final_with_ack_65484-5-4046_v0_4.pdf>, versio 29.11.2018.

Lubben, Stephen J. Overstated Absolute Priority Rule 21 Fordham J. Corp. & Fin. L. 581–606 (2016).

Länsineva, Pekka, Perusoikeudet ja varallisuussuhteet, Suomalainen lakimiesyhdistys, 2002.

Länsineva, Pekka, Konstitutionalismi, perusoikeudet ja yksityinen valta. Lakimies 7–8/2006, 1177–1190.

Länsineva, Pekka, Omaisuudensuoja, teoksessa Hallberg, Pekka & ym, Perusoikeudet, 2011, 549 – 604.

Länsineva, Pekka, Perus- Ja Ihmisoikeudet Yksityisten välisissä oikeusriidoissa, Defensor Legis N:o4/2011, 456–466.

Madaus, Stephan, Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law, Eur Bus Org Law Rev (2018) 19:615–647.

Malminen, Toni, Omistuksensuoja ja sopimusvapaus – amerikkalaisen oikeusajattelun muutokset 1868-1937, Lakimies 6/2005, 925–948.

Malminen, Toni, The Intellectual Origins of Legal Realism, Unigrafia, 2016.

Marjosola, Heikki, Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach, European Law Review, 2014, 39 (3). pp. 338-361

McCormack, Gerard – Anderson, Hamish, Brexit and its implication for restructuring and corporate insolvency in the UK, Journal of Business Law, 7, 2017, pp. 533-556.

McCormack, Gerard, Business restructuring law in Europe: Making a fresh start. Journal of Corporate Law Studies, 17(1), 167–202, 2017.

Mergermarket, Shareholder Activism Trends in 2019, saatavilla:

<<https://www.mergermarket.com/info/shareholder-activism-trends-2019>>, versio 22.3.2019.

Mikkola, Tuula, Oikeudellisten siirrännäisten: esimerkkinä fidusiaarivastuu, Lakimies 5/2010, 816–834.

Minkkinen, Panu, Oikeus- ja yhteiskuntatieteellinen tutkimus – suuntaus, tarkastelutapa, menetelmä?, Lakimies 7-8/2017, 908-923.

Molot, Jonathan T., An Old Judicial Role for a New Litigation Era, 113 Yale L.J. 27, 118 (2003).

Mount, Michael (toim.) White & Case, Insight, Re Primacom Holding GmbH: To Scheme or Not to Scheme – That Was The Question..., February 2012, saatavilla:

<<https://www.whitecase.com/publications/alert/re-primacom-holding-gmbh-scheme-or-not-scheme-was-question>>, versio 29.11.2018.

Murto-Unkila, Minna, Yritysjärjestelyt ja maksukyvyttömyys – Yhtiö-, vero- ja insolvenssioikeudellinen tutkimus, Painosalama Oy, 2018.

Mutanen, Juha - Lehtimäki, Mika J., Velallisyriyten sopimusperusteiset uudelleenjärjestelyt JFT 4/2008, s. 417–436.

Myllylä, Kirsti, Itsesääntely kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla, teoksessa Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80-vuotta (Paloranta, Paula, toim.), Alma Talent Oy, 2017, 473-481.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Talentum, 2015.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö II, Talentum, 2012.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Osakeyhtiö III, Talentum, 2019.

Mähönen, Jukka, Osakkeenomistaja-aktivismi - Siunaus vai kirous?, teoksessa: Immonen – Knuutinen toim., Oikeuden ja talouden rajapinnassa, Sillanpää 60v juhlakirja, 147–157.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo, Tärkeät päätökset ja toimivalta osakeyhtiössä, Lakimies 1/2011 s. 3–18.

Mähönen, Jukka, Taloustiede lain tulkinnassa, Lakimies 1/2004 s. 49–64.

Mähönen, Jukka, The Finnish Position on Corporate Governance, Edidex-julkaisu, Elokuu 2010, saatavilla: <<http://www.edilex.fi/lakikirjasto/8064.pdf>>, versio 29.11.2018.

Mäntysaari, Petri, Osakeyhtiöoikeuden teoriasta, teoksessa: Immonen – Knuutinen toim., Oikeuden ja talouden rajapinnassa, Sillanpää 60v juhlakirja, 159–180.

Mäntysaari, Petri, Mitä etuja yhtiön johdon on edistettävä?, Defensor Legis N:o 4/2013, 579–596.

Mäntysaari, Petri, Oikeudenaloista tieteenaloihin, Lakimies 2/2016, 297–304.

Määttä, Kalle, Pikaluottojen sääntely oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta, Lakimies 3/2010 s. 265–279.

Määttä, Kalle, Elinkeinotoiminnan sääntelystä Suomessa, Edilex 2011/3, saatavilla: <www.edilex.fi/lakikirjasto/7644>, versio 29.11.2018.

Ojanen, Tuomas – Scheinin Martin, Kansainväliset ihmisoikeussopimukset ja Suomen perusoikeusjärjestelmä, teoksessa Hallberg, Pekka & ym, Perusoikeudet, 2011, s. 171 – 196.

Oker-Blom, Max, Ackvisition som auktion – rättsekonomska synpunkter på en sk structured sale, JFT 2000/3 s.235–249.

Oker-Blom, Max, Ackvisitionskontrollens anatomi – rättsekonomska tvivel, JFT 2000/4, 260–276.

Osakesäästäjien Keskusliitto ry, Lausunto 30.04.2018, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyystilanteiden näkökulmasta. Saatavilla:

<<https://www.lausuntopalvelu.fi/FI/Proposal/Participation?proposalId=b2c28e6b-fd7a-4022-9954-a0b7dd301e10>>, versio 2.12.2018

Otala, Sofia, Is there room for more flexible takeover regulation in Finland? A comparative study on the Finnish takeover rules and the English scheme of arrangement, Pro Gradu, Hanken School of Economics, Department of Accounting and Commercial Law, 2018.

Paterson, Sarah, Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century, Oxford Journal of Legal Studies, Vol. 36, No. 4 (2016), pp. 697–723.

Paloranta, Paula toim., Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80-vuotta, Alma Talent Oy, 2017.

Payne, Jennifer, Minority Shareholder Protection in Takeovers: A UK Perspective, 8 ECFR 145 (2011).

Payne, Jennifer, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, Oxford Legal Studies Research Paper No. 89/2013, saatavilla: <<https://ssrn.com/abstract=2321615>>.

Payne, Jennifer, Schemes of Arrangement; Theory, Structure and Operation, Cambridge University Press 2014, (Payne, 2014)

Perheyrytysten Liitto. Lausunto 10.3.2017 joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotuksista, saatavilla: <<https://vm.fi/hanke?tunnus=VM056:00/2014>>, versio 28.11.2018

Posner, Richard A., Some Uses and Abuses of Economics in Law, 46 U. Chi. L. Rev. 281 (1979).

Pönkä, Ville, Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Edita Prima Oy, Helsinki 2008.

Pönkä, Ville, Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I, Lakimies I/2013, 21–34.

Pönkä, Ville, Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma II. Lakimies 2/2013, 215–229.

Rasinaho, Vesa, Yhtiön etu ja sen sivuuttaminen kokonaan omistetussa tytäryhtiössä, Defensor Legis 4/2013, 550–565.

Rajah & Tann Singapore LLP, Client Update: Singapore; Release of Claims Against Third Parties in Schemes of Arrangement saatavilla: <https://eoasis.rajahtann.com/eoasis/lu/pdf/2018-03_Release-of-Claims-Against-3rd-Parties.pdf>, versio 2.12.2018

Rhodes, Tony, Syndicated Lending, Practice and Documentation, 5th edn, Euromoney Institutional Investor Plc, London 2009.

Roe, Mark, J., Chaos and Evolution in Law and Economics, 109 Harv. L. Rev. 641 (1996).

Rosas, Allan, Perus- ja ihmisoikeudet EU-oikeudessa, teoksessa Hallberg, Pekka & ym, Perusoikeudet, 2011, s. 197–214.

Rudanko, Matti, Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, Kauppakaari Oyj, 1998.

Rudanko, Matti, KKO 1999:12, Pankki.Vahingonkorvaus. Korvauksen sovittelu., Lakimies 3/1999 s. 431–469.

Rudanko, Matti, Yksityinen ja julkinen sääntely kauppaoikeudessa, Lakimies 7–8/2006 s. 1118–1133.

Rudanko, Matti, Pohjoismainen sopimusoikeusajattelu ja kansainvälistyvä sopimusoikeus, Lakimies 7–8/2014 s. 1006–1021.

Ruohonen, Janne, Osakeyhtiön voitonjaon maksukykytesti ja vastuu maksukyvyn säilymisestä, Acta Universitatis Tamperensis, 1723, Tampere University Press 2012.

Saraviita, Ilkka, Yrittäjyyden perusoikeussuoja, Edilex, 2001, <edilex.fi/artikkelit/326651>.

Savela, Ari, Havaintoja yhtiöoikeuden harmonisoinnista, Lakimies 2/1999 s. 231–255.

Savela, Ari, Osakeyhtiölain yhdenvertaisuusperiaate, Defensor Legis N:o 1/2010, 3–24.

Savela, Ari, Asiantuntijaryhmän esitys julkisia ostotarjouksia koskevaksi yhtiöoikeusdirektiiviksi, Edilex, 2002, <edilex.fi/artikkelit/324158>.

Scott, Hal S., International Finance: Law and Regulation, Sweet and Maxwell, London 2004.

Serra, Catarina, The impact of the Directive on shareholders, companies' directors and workers, Insol Europe Eurofenix, Summer 2017, saatavilla:
<<https://www.insol-europe.org/download/documents/1097>>, versio 24.11.2018.

Sillanpää, Matti, Arvopaperien markkinointi ja emissiojärjestäjän vastuu, Sopimus, vastuu, velvoite Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947–21/11–2007, Saarnilehto, Ari toim., Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta 2007.

Sillanpää, Matti J., Eurooppalainen malliosakeyhtiölaki – EMCA, teoksessa Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80-vuotta (Paloranta, Paula, toim.), Alma Talent Oy, 2017, 539–546.

Slaughter & May, (2017) Share splitting and takeover schemes: The Dee Valley case, (February), saatavilla:
<<https://www.slaughterandmay.com/media/2536304/share-splitting-and-takeover-schemes-the-dee-valley-case.pdf>>, versio 24.11.2018

Slaughter & May, (2017) Restructuring Regimes at the Cross-Roads: Reform or Reflect?, saatavilla:
<<https://www.slaughterandmay.com/media/2536284/restructuring-regimes-at-the-cross-roads-reform-or-reflect.pdf>>, versio 24.11.2018.

Stanghellini, Lorenzo – Mokal, Riz – Paulus, Christoph G. – Tirado, Ignacio, Best Practices in European Restructuring – Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law (September 20, 2018), saatavilla: <<https://ssrn.com/abstract=3271790>>, versio 21.3.2019.

Syrjänen, Jussi, Tuomarin harkinnan rajat – Irti legalismin taakasta, Oikeustiede – Jurisprudentia 2012 XLV, 335–391.

Tashjian, E. – Lease, R.C. – McConell, J.J., Prepacks, An Empirical Analyses of Prepackaged Bankruptcies, *Journal of Financial Economics* 40 (1996) 135–162.

TELA, Työeläkevakuuttajat TELA ry:n lausunto joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotuksista. 9.3.2017, saatavilla: <https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/091d305c-a07d-4e60-a433-e508b4f764d9/5503f500-95e7-4001-bbc9-40fe6eba3095/LAUSUNTO_20170309125000.PDF>, versio 2.12.2018.

Tepora, Jarno, Oikeuden materiaalistuminen ja esineoikeuden perusteet, *Lakimies* 5/1998 s. 774–788.

Tepora, Jarno, Irtaimen vakuusluovutuksesta ja panttioikeuden oikeudellisesta määäämisvallasta erilaisissa toimintaympäristöissä, *Business Law Forum* 2005 toim. Esa Kolehmainen, Edita Publishing Oy, 2005.

Tepora, Jarno – Kaisto, Janne – Hakkola, Esa, *Esinevakuudet*, Lakimiesliiton kustannus, 2009, (Tepora – Kaisto – Hakkola 2009).

Thomson Reuters, Global Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters, Full Year 2017, saatavilla: <http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2017_Global_Debt_Capital_Markets_Review.pdf>, versio 29.11.2018.

Thomson Reuters, Global Equity Capital Markets Review, Full Year 2017, saatavilla: <http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_Equity_Capital_Markets_Review.pdf>, versio 29.11.2018.

Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review: Managing Underwriters, Full Year 2017, saatavilla: <<https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2017/loan-4q-2017-e.pdf>>, versio 29.11.2018.

Thomson Reuters, Global Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters, Full Year 2018, saatavilla: <<https://www.refinitiv.com/en/products/deals-intelligence/debts-and-equity->>, versio 21.3.2019.

Thomson Reuters, Global Equity Capital Markets Review, Full Year 2018, saatavilla <<https://www.refinitiv.com/en/products/deals-intelligence/debts-and-equity-qs>>, versio 21.3.2019.

Thomson Reuters, Global Syndicated Loans Review: Managing Underwriters, Full Year 2018 <<https://www.refinitiv.com/en/products/deals-intelligence/syndicated-loans>>, versio 21.3.2019.

Thorström, Micaela, Förlpliktelserna hos ledningen i målbolaget vid evalueringen av ett offentligt köpeanbud, *JFT* 4–5/2002, 479–538.

Timonen, Pekka, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, Lakimiesliiton kustannus, 1997.

Timonen, Pekka, Oikeustaloustiede – mitä se on?, *Lakimies* 1/1998 s. 100–114.

Timonen, Pekka, Valtio omistajana ja yrittäjäriskin kantajana. *Lakimies* 7–8/2006, 1312–1324.

Tollenaar, Nicolaus, Pre-Insolvency Proceedings, A Normative Foundation and Framework, Oxford University Press, 2019.

Tolonen, Juha, Talouden oikeustiedettä, Edilex, 2007, saatavilla: <www.edilex.fi/lakikirjasto/4344>.

Tuomisto, Tero, Kovenanttien käyttö yritysrahoituksessa –tarkasteltavana erityisesti pk-yritykset, Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Yksityisoikeuden julkaisusarja A:97, 1999.

Tuori, Kaarlo, Oikeuden ratio ja voluntas, WSOY, 2007.

Turunen, Jaakko, Määräysvaltamarkkinat, yhdenvertaisuus ja julkinen ostotarjous, Pro gradu, Oikeustieteellinen tiedekunta, Turun yliopisto, 2005.

UK Finance, UK exit from the EU: An orderly transition for banking, August 2016, saatavilla: <https://www.ukfinance.org.uk/wp-content/uploads/2016/08/UK_exit_from_the_EU-v2.pdf>, versio 28.11.2018.

UK Finance, Supporting Europe's Economies and Citizens: A modern approach to financial services in an EU-UK Trade Agreement (September, 2017), saatavilla: <<https://www.ukfinance.org.uk/wp-content/uploads/2017/11/EU-UK-Trade-Agreement-report-ONLINE-UPDATED.pdf>>, versio 28.11.2018.

Vahtera, Veikko, Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunta ja sen 4.12.2007 antama lausunto, Defensor Legis N:o 2 /2008, 200–218.

Vahtera, Veikko, Yhtiöoikeudellisen sääntelyn lokaalisuuden vaikutus sääntelyn pakottavuuteen ja sopimusvapauteen, Lakimies 2/2010, 160–175.

Vahtera, Veikko, Osakeomistuksen riski ja sääntely, Lakimiesliiton Kustannus, 2011.

Vahtera, Veikko, Millaisille sääntelyratkaisuille Suomen yhteisöainsäädännön kokonaisuudistukset rakentuvat?, Defensor Legis N:o 4/2013, 626–642.

Vahtera, Veikko, KKO 2018:19 – Suunnatun osakeannin hyväksyttävyys, Lakimies 6/2018, s. 775–786.

Vahtera, Veikko – Ruohonen, Janne, Huomioita osakeyhtiölakiin kaavailuista muutoksista – Arviomuistio (OM 20/2016), 22.9.2016, saatavilla: <www.edilex.fi/artikkelit/16841>, versio 2.12.2018.

Voisey N., Slocombe A. (edit.), Loan Market Association, *20 Years in the Loan Market*, 2016, ISBN 978-0-9554973-4-6.

Wessels, Bob – Madaus, Stephan toim., Instrument of the European Law Institute – Rescue of Business in Insolvency Law (September 6, 2017). Instrument of the European Law Institute, saatavilla: <<https://ssrn.com/abstract=3032309>>, versio 24.11.2018.

Westerlund, Gunnar, & Viita, Helena, Geneerinen vakuusvastuun rajoituslauseke yritysrahoituksessa, Defensor Legis N:o 4/2010, 416–430.

White, Michelle J., *Economical Analyses of Corporate and Personal Bankruptcy Law*, NBER Working Paper No. 11536, 2005.

Vihanto, Martti, *Rationaalisuusoletuksen valinta oikeustaloustieteessä*, *Oikeus*, 2006/2, 225–240.

Wilkman, Nina, *Interpretation of Share and Business Acquisition Contracts*, Unigrafia Oy, 2018

Villa, Seppo, *Pääomalaina*, Kauppakaari Oy, 1997.

Villa, Seppo, *Pääomalaina ja uusi osakeyhtiölaki*, teoksessa: *Sopimus, vastuu, velvoite Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947–21/11–2007 toim.* Tuomisto, Jarmo, Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, 2007.

Villa, Seppo (2008), *Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista?* *Lakimies* 4/2008 s. 563–581.

Villa, Seppo, *Onko rahoitusavun kieltosäännöstä tarvetta kaventaa?*, teoksessa: *Yhtiöoikeudellisia kirjoituksia VII toim.* Jukka Mähönen – Veikko Vahtera, Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, 2009.

Villa, Seppo, *Pääomalainan merkitseminen taseeseen*, *Defensor Legis* N:o 1/2016.

Villa, Seppo, *Yhtiön johdon oikeudesta puuttua osakkeenomistajien väliseen valtataisteluun*, teoksessa: *Immonen – Knuutinen toim.*, *Oikeuden ja talouden rajapinnassa*, Sillanpää 60v juhla kirja, 331–342.

Villa, Seppo, *Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu*, teoksessa *Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80-vuotta* (Paloranta, Paula, toim.), Alma Talent Oy, 2017, 332–340.

Villa, Seppo, *Suunnattu osakeanti ja painava taloudellinen syy*: KKO:2018:19, *Defensor Legis* 2018/4, s. 722–728.

Wood, Philip R., *Comparative Financial Law*, Sweet & Maxwell, 1995.

Wood, Philip R., *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*, Sweet & Maxwell, 1995.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 2, Comparative Law of Security Interests and Title Finance* 2nd edn, Sweet & Maxwell, 2007.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 3, International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2nd edn, Sweet & Maxwell, 2007.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 4, Sett-off and Netting, Derivatives, Clearing systems* 2nd edn, Sweet & Maxwell, 2007.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 5, Project Finance, Securitisations, Subordinated Debt*, 2nd edn, Sweet & Maxwell, 2007.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 6, Conflicts of Laws and International Finance* 1st edn, Sweet & Maxwell, 2007.

Wood, Philip R., *The Law and Practise of International Finance Series, Volume 7, Regulation of International Finance*, 1st edn, Sweet & Maxwell, 2007.

World Bank / International Bank for Reconstruction and Development, 2016, *A Toolkit For Out-of-Court Workouts*, saatavilla: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/851561511964075432/A-toolkit-for-out-of-court-workouts>>, versio 2.12.2018.

World Bank, *Doing Business 2015, Resolving insolvency*, 96–101, saatavilla: <<https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/978-1-4648-0351-2>>, versio 2.12.2018.

Wozny, Lucas, *National Anti-Vulture Funds Legislation: Belgium's Turn*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 697, 747 (2017).

Wuolijoki, Sakari, *Pankin neuvontavastuu, Lakimiesliiton kustannus*, 2009.

VIRALLIS- JA PUOLIVIRALLISLÄHTEET

ISO-BRITANNIA

Chancery Division, *1345 Practice Statement (Companies: Schemes of Arrangement)* [2002] 1 W.L.R. 1, (15. April 2002).

Chancery Division. (2015). *Guide to the financial list*, Issued 1st October 2015.

Chancellor of the High Court, Sir Geoffrey Vos, *The Business and Property Courts Advisory Note*, 13.10.2017

Senior Courts of England and Wales County Court, England and Wales, *The Civil Procedure (Amendment No. 4) Rules 2015*, 2015 No. 1569 (L. 20).

HM Courts & Tribunals Service, *Chancery Guide*, February 2016, saatavilla: <<https://www.gov.uk/government/publications/chancery-guide>>, versio 27.11.2018.

The Panel on Takeovers and Mergers, *The Takeover Code*, 12 September 2016, saatavilla: <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>>, versio 2.12.2018.

EUROOPAN UNIONI

Council of the European Union. (19.5.2017). Note from Presidency to Coreper/Council, No. Cion doc.: 14875/16, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU- Policy debate.

Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi (EU) 2017/1132, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio).

Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi (EU) 2014/59/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten elvytys- ja kriisinratkaisukehyksestä sekä neuvoston direktiivin 82/891/ETY, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 2001/24/EY, 2002/47/EY, 2004/25/EY, 2005/56/EY, 2007/36/EY, 2011/35/EU, 2012/30/EU ja 2013/36/EU ja asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

Euroopan Komissio, Ehdotus 22.11.2016, Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta ja toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta, COM(2016) 723 final.

European Commission, Proposal 22.11.2016 for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, COM(2016) 723 final.

European Commission, Task Force for the Preparation and Conduct of the Negotiations with the United Kingdom under Article 50 TEU, 14.11.2018, Draft Agreement on the withdrawal of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland from the European Union and the European Atomic Energy Community, as agreed at negotiators' level on 14 November 2018, saatavilla: <<https://ec.europa.eu/commission/files/draft-agreement-withdrawal-united-kingdom-great-britain-and-northern-ireland-european-union-and-european-atomic-energy-community-agreed-negotiators-level-14-november-2018>>, versio 24.11.2018.

European Commission, Report of Expert Group on European Corporate Bond Markets, Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds November 2017, saatavilla: <<https://ec.europa.eu/info/publications/171120-corporate-bonds-report>>, versio 24.11.2018.

European Commission, Commission Staff Working Document 22.11.2016, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on

preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, {COM(2016) 723 final},{SWD(2016) 358 final}.

European Commission, Commission Staff Working Document 22.11.2016, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, SWD(2016) 358 final.

European Commission, (Carcea, M. C., Ciriaci, D., Cuerpo, C., Lorenzani, D., & Pontuch, P.) (2015). The Economic Impact of Rescue and Recovery Frameworks in the EU, European Economy Discussion Paper (Vol. 8022), saatavilla: <<https://doi.org/10.2765/99293>>, versio 24.11.2018.

European Central Bank (9.6.2017), Opinion of the European Central Bank on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, 10182/17.

Euroopan Komissio, Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle 30.9.2015, Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma, COM(2015) 468 final.

Euroopan Komissio, Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle, Euroopan Keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle 14.9.2016, Pääomamarkkinaunioni – Vauhtia uudistuksiin, COM(2016) 601 final.

Euroopan Komissio, Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille, Neuvostolle ja Euroopan Keskuspankille 18.1.2018, Ensimmäinen seurantaraportti järjestämättömien lainojen vähentämisestä Euroopassa, COM (2018) 37 final.

Euroopan Parlamentti, Oikeudellisten asioiden valiokunta, I Mietintöluonnos ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi ennaltaehkäiseviä uudelleenjärjestelyjä koskevista puitteista, uudesta mahdollisuudesta ja toimenpiteistä uudelleenjärjestelyä, maksukyvyttömyyttä ja veloista vapauttamista koskevien menettelyjen tehostamiseksi sekä direktiivin 2012/30/EU muuttamisesta, 22.9.2017, 2016/0359(COD).

RUOTSI

Statens Offentliga Utredingar. (2016). Entreprenörskap i det tjugoförsta århundradet, Stockholm, 2016,SOU 2016:72.

Statens Offentliga Utredingar. (2010). Ett samlat insolvensförfarande – förslag till ny lag, Stockholm 2010, SOU 2010:2.

HOLLANTI

Ministerie van Justitie en Veiligheid, 14.08.2014, Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden (Wet continuïteit ondernemingen II), saatavilla: <<https://www.internetconsultatie.nl/wco2/details>>, versio 21.11.2018.

Ministerie van Justitie en Veiligheid, 14.08.2014, Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden (Wet continuïteit ondernemingen II), MEMORIE VAN TOELICHTING, saatavilla: <<https://www.internetconsultatie.nl/wco2/details>>, versio 21.11.2018.

Ministerie van Justitie en Veiligheid, 05.09.2017, Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord om een dreigend faillissement af te wenden (Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement), saatavilla: <<https://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie>>, versio 21.11.2018.

Ministerie van Justitie en Veiligheid, 05.09.2017, Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord om een dreigend faillissement af te wenden (Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement), MEMORIE VAN TOELICHTING, saatavilla: <<https://www.internetconsultatie.nl/wco2/details>>, versio 21.11.2018.

Ministerie van Justitie en Veiligheid, 05.07.2019, Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord (Wet homologatie onderhands akkoord), saatavilla: <<https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/amendementen/detail?id=2019Z14770&did=2019D30224>>, versio 5.9.2019.

SUOMI

Hallituksen esitys yrityssaneerauslainsäädännöksi. HE182/1992.

Hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta. HE 6/2006.

Hallituksen esitys Euroopan vakausmekanismin (EVM) perustamisesta tehdyn sopimuksen hyväksymisestä ja laiksi sen lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta Hallituksen esitys, HE 34/2012.

Hallituksen esitys laeiksi hiilen energiakäytön kieltämisestä ja oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa annetun lain 1 luvun 2§:n muuttamisesta, HE 200/2018.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Ostotarjouskoodi, saatavilla: <<https://cgfinland.fi/ostotarjouskoodi/>>, versio 2.12.2018.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry, Joukkolainojen malliehdot, saatavilla: <<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2012/01/joukkovelkakirjojen-malliehdot-30-12-2013.pdf>>, versio 2.12.2018.

Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminta: Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyysilanteiden näkökulmasta, Tähtinen, Jyrki – Peldán, Robert – Dammert, Joonas toim., Tammikuu 2018, Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 6/2018.

Oikeusministeriö, (2016), Osakeyhtiölain muutostarve Arviomuistio OM Mietintöjä ja lausuntoja 20/2016.

Oikeusministeriö, (2016), Osakeyhtiölain muutostarve Lausuntotiivistelmä, OM Mietintöjä ja lausuntoja 48/2016.

Oikeusministeriö, Uudelleenlaaditun maksukyvyttömyysasetuksen edellyttämät lainsäädäntömuutokset, Lausuntotiivistelmä, OM Mietintöjä ja lausuntoja 53/2016.

Oikeusministeriö, Oikeusministeriön lausunto joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämis ehdotuksista 10.3.2017, saatavilla: <https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/091d305c-a07d-4e60-a433-e508b4f764d9/65764755-917e-4a10-ac9e-a405337c5d6f/LAUSUNTO_20170310142000.PDF>.

Oikeusministeriö, Kansainvälinen selvitys velkakonversion ulottuvuuksista yritysjärjestelyiden ja maksukyvyttömyysilanteiden näkökulmasta. Lausuntotiivistelmä. Mietintöjä ja Lausuntoja 25/2018.

Oikeusministeriö, Perusmuistio 25.9.2018. EU/OSA; maksukyvyttömyysdirektiivi, OM2018-00307.

Valtiovarainministeriö, (2016), Joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmä Työryhmämuistio. Saatavilla:

<http://www.hare.vn.fi/Uploads/20320/254639/LAUSUNTOPYYNTO_2016_0701101501_254639.PDF>.

Valtiovarainministeriö, (2017), Lausuntoyhteenveto joukkolainamarkkinoiden kehittämistyöryhmän muistiosta ”Joukkolainamarkkinoiden sääntelyn kehittämisehdotukset”, saatavilla:

<http://www.hare.vn.fi/Uploads/20320/408075/YHTEENVETO_20170327062000_408075.PDF>.

Valtiovarainministeriö, Joukkolainan haltijoiden edustajia koskeva lainsäädäntö, hallituksen esityksen valmistelu, VM056:00/2014, aineisto saatavilla: <<https://vm.fi/hanke?tunnus=VM056:00/2014>>.

Perustuslakivaliokunta lausunto PeVL 43/2018; Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi verkossa tapahtuvan terroristisen sisällön levittämisen estämisestä

Perustuslakivaliokunta lausunto PeVL 55/2018; Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi hiilen energiakäytön kieltämisestä ja oikeudenkäynnistä markkinaoikeudessa annetun lain 1 luvun 2§:n muuttamisesta

Perustuslakivaliokunta lausunto PeVL 69/2018; Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi konkurssilain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi

OIKEUSTAPAUSHAKEMISTO

ISO-BRITANNIA –Englanti ja Wales

- Re Abbey National Plc [2004] EWHC 2776 (Ch); [2005] 2 BCLC 15
- Re Alabama, New Orleans Texas & Pacific Junction Railway Company [1891] 1 (Ch) 213
- Re Altitude Scaffolding Ltd [2006] EWHC 1401 Ch; [2006] BCC 904
- Re Anglo-Continental Supply Company Limited [1922] 2 (Ch) 723
- Re Apcoa Parking Holdings GmbH [2014] EWHC 3849 (Ch) [2015] BCC 142
- Re Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2114 (Ch) [2010] 1 BCLC 338
- Re British & Commonwealth Holdings Plc (No.3) [1992] 1 WLR 672
- Re BTR plc [1999] 2 BCLC 675; [2000] 1 BCLC 740
- Re Cape Plc [2006] EWHC 1316 (Ch); [2006] 3 All ER 122
- Re Codere Finance (UK) Ltd [2015] EWHC 3778 (Ch) [2015] 12 WLUK 612
- Re Compania de Electricidad de la Provincia de Buenos Aires Ltd [1980] 1 Ch 146
- Re Dorman Long and Co Ltd [1934] 1 Ch 635
- Re DTEK Finance BV [2015] EWHC 1164 (Ch)
- Re Equitable Life Assurance Society [2002] EWHC 140 (Ch); [2002] BCLC 510
- Re Expro International Group plc [2008] EWHC 1543 (Ch); [2010] 2 BCLC 514
- Re Global Garden Products Italy SpA [2016] EWHC 1884 (Ch)
- Re Hawk Insurance Co Ltd [2001] EWCA Civ 241; [2002] BCC 300
- Re Lehman Brothers International (Europe)(in administration) [2009] EWCA Civ 1161; [2010] BCLC 496
- Re Marconi Corp plc, [2003] EWHC 1083 (Ch) Re Metrovacesa SA [2011] EWHC 1014 (Ch)
- Re National Bank Ltd [1966] 1 WLR 819
- Re NEF Telecom Company BV [2012] EWHC 2944 (Ch), [2014] B.C.C. 417

Re NFU Development Trust Ltd. [1972] 1 WLR 1548

Re Primacom Holdings GmbH [2011] EWHC 3746 (Ch); [2012] EWHC 164 (Ch); [2013] BCC 201 EI

Re RAC Motoring Services Ltd [2000] 1 BCLC 307

Re Rodenstock GmbH [2011] EWHC 1104 (Ch) [2012] BCC 459

Re SABMiller Plc [2016] EWHC 2153 (Ch) [2017] Ch. 173

Re Savoy Hotel Ltd [1981] Ch 351

Re T & N Ltd (No 3) [2006] EWHC 1447 (Ch); [2007] 1 All ER 851; [2007] 1 BCLC 563

Re Telewest Communications Plc (No.2) [2004] EWHC 1466 (Ch) [2005] B.C.C. 36

Re Van Gansewinkel Groep BV [2015] EWHC 2151 (Ch) [2016] BCC 172

Re Vietnam Shipbuilding Industry Groups [2013] EWHC 2476 (Ch), [2014] B.C.C. 433

Re Waste Recycling Group plc [2003] EWHC 2065 (Ch); [2004] 1 BCLC 352

DX Holdings Ltd [2010] EWHC 1513 (Ch)

Fletcher v. Royal Automobile Club Ltd [2000] 1 BCLC 331

Primacom Holding GmbH v A Group of the Senior Lenders & Credit Agricole [2012] EWHC 164 (Ch) [2013] BCC 201

Sneath v. Valley Gold Limited [1893] 1 (Ch) 477

Sovereign Life Assurance Co v. Dodd [1892] 2 QB 573

ISO BRITANNIA -Skotlanti

Scottish Lion Insurance Co Ltd v. Goodrich Corp and others [2009] CSOH 127, 2010 S.L.T. 100

EUROOPAN UNIONI

Euroopan yhteisöjen tuomioistuim

C-101/08 *Audiolux SA et al., v Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) et al., and Bertelsmann AG et al.*, tuomio 15.10.2009

EUROOPAN NEUVOSTO

Euroopan ihmisoikeustuomioistuin

C-126/16

SUOMI

KKO 2018:19

KKO 2015:3

KKO 2015:2

KKO 2012:64

KKO 2003:120

KKO 2003:73